



折扣零售兴起，新业态孕育而生

—— 海澜之家（600398.SH）深度报告

纺织服饰行业首席分析师：郝帅

折扣零售兴起，新业态孕育而生

—— 海澜之家 (600398.SH) 深度报告

2025 年 6 月 7 日

核心观点

- 国内男装龙头，多品牌、全渠道巩固市场地位：**海澜之家主要业务包括自主品牌运营、国际品牌代理、团购定制以及京东奥莱，其中主品牌海澜之家为公司核心收入来源，2024 年实现收入 152.7 亿元，占比达 75.54%。2024 年公司整体毛利率为 44.52%。存货周转天数 2024 年达到 330 天，但库存结构保持合理状态。在消费复苏节奏放缓的背景下，公司经营企稳回升，25Q1 实现营业收入 61.87 亿，同比微增 0.16%，归母净利润 9.35 亿元，同比增长 5.46%。
- 主品牌：直营提速开店，品牌年轻化发展。**主品牌所在男装行业 2024 年市场规模达到 5687.46 亿元，集中度持续提升，市场份额向男装龙头集中趋势明显，公司市占率常年稳居第一。海澜之家主品牌直营门店数量在 2024 年底达到 1468 家，占比提升至 24.43%。公司稳步推进电商渠道建设，线上收入占比从 2019 年的 6.19% 提升至 2024 年的 21.92%。公司以年轻化、时尚化为品牌策略，签约有影响力的年轻代言人，聚焦核心品类商品，拓展消费场景。此外，公司积极推动品牌“出海”，以东南亚为核心拓展海外市场，2024 年海外门店达 101 家，实现海外收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%。
- 全球折扣零售行业迎来质价比消费时代：**折扣零售作为零售业的一种新业态，近年来在全球市场迅速崛起。全球折扣零售市场规模预计从 2023 年的 3223 亿美元增至 2032 年的 6876 亿美元，预测期内 CAGR 为 8.7%。TJX、Costco、堂吉诃德等海外折扣零售标杆企业通过极致供应链管理、差异化选品策略及精准客群定位，构建起了成熟的折扣零售范式。在中国，各大电商平台和线下零售商亦布局折扣赛道，推动本土折扣零售进入发展黄金期。
- 京东奥莱深耕低线消费市场，开店空间潜力十足：**线下大型奥莱已成为新兴快速发展的零售业态，京东奥莱作为奥莱新业态，京东通过发挥流量及品牌优势，公司结合渠道优势及零售运营管理经验，可以实现快速开店及标准化运营管理，形成优势资源的互补。京东奥莱积极布局下沉市场快速占领市场份额，合理预估第一阶段能够开设 165 家门店左右，远期门店数目有望超 400 家。
- 携手阿迪达斯布局 FCC 门店，加速体育市场开拓：**通过收购斯博兹，公司与 Adidas 达成战略合作，共同打造 FCC (Future City Concept) 概念店。FCC 门店主要负责销售 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列等产品，同时针对国内市场低线城市推出性价比产品线。2024 年斯博兹授权代理的阿迪达斯门店数量达 433 家。随着 FCC 的发展，有望驱动公司业绩增长。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 222.53/241.03/260.86 亿元，同比增长 +6.19%/+8.32%/+8.23%，EPS 分别为 0.51/0.55/0.62 元。当前股价对应 PE 估值分别为 14.75/13.48/11.97 倍，考虑到公司主品牌海澜之家稳健发展，京东奥莱新业态业务打开业绩增长空间，高分红属性持续回报股东，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1、消费复苏弱于预期风险；2、京东奥莱线下门店扩张不及预期风险；3、存货管理及跌价风险。

海澜之家 (600398.SH)

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎: 010-8092-7622

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

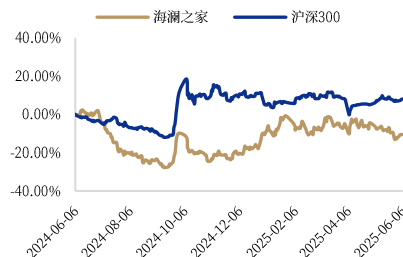
市场数据

2025-6-5

股票代码	600398.SH
A 股收盘价(元)	7.48
上证指数	3384.10
总股本(万股)	480,277.03
实际流通 A 股(万股)	480,277.03
流通 A 股市值(亿元)	359.2

相对沪深 300 表现图

2025-6-5



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20956.52	22252.77	24103.16	26085.88
收入增长率%	-2.65%	6.19%	8.32%	8.23%
归母净利润（百万元）	2158.60	2436.16	2664.94	3001.42
利润增速%	-26.88%	12.86%	9.39%	12.63%
毛利率%	44.52%	44.69%	44.99%	45.13%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.51	0.55	0.62
PE	16.64	14.75	13.48	11.97
PB	2.11	2.07	2.02	1.97
PS	1.71	1.61	1.49	1.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

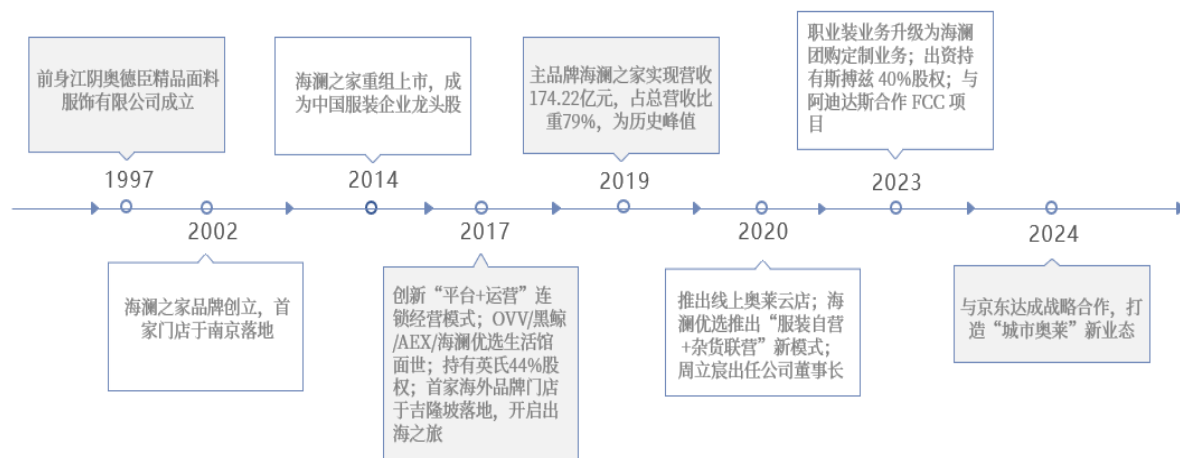
一、国内男装龙头，多品牌、全渠道巩固市场地位	5
(一) 国内男装龙头企业，多赛道布局拓展新业务	5
(二) 业绩波动变化，多品牌协同发力	9
二、主品牌：直营提速开店，品牌年轻化发展	12
(一) 男装行业格局持续优化，资源向优质龙头集中	12
(二) 主品牌渠道端：线下数量稳步推进，电商高速渗透	13
(三) 品牌年轻化：从国民品牌到潮流符号	14
(四) 品牌“出海”，构建海外市场版图	15
三、质价比消费时代：折扣零售行业的全球实践	17
(一) 海外平价折扣零售行业代表性企业：Costco、TJX 和唐吉诃德	17
(二) 平价折扣零售快速发展背后的时代背景	19
(三) 折扣零售企业“质优价廉”的商品供给是其商业模式的核心	22
(四) 国内平价折扣零售行业代表性企业：唯品会、拼多多	24
四、京东奥莱新业态：挖掘城市奥莱折扣零售新潜力	29
(一) 线下大型奥莱已成为新兴快速发展的零售业态	29
(二) 京东奥莱：供应链协同品牌折扣，深耕低线消费市场	31
(三) 荟品仓：店仓一体会员制特卖，万款折扣商品打造全渠道购物场景	32
(四) 京东奥莱构建差异化竞争力，远期门店数目有望超 400 家	37
五、携手阿迪布局 FCC 门店，加速体育市场开拓	40
六、盈利预测与估值	44
(一) 盈利预测	44
(二) 相对估值	45
(三) 绝对估值	45
七、风险提示	47

一、国内男装龙头，多品牌、全渠道巩固市场地位

（一）国内男装龙头企业，多赛道布局拓展新业务

海澜之家集团作为中国大型服饰生活零售领域的头部企业，自 1997 年成立以来，深耕消费市场，形成了以自主品牌运营为核心，涵盖国际品牌代理、团购定制以及京东奥莱的多元化业务矩阵。凭借“国民品牌”的亲切形象，公司通过多品牌战略和全渠道布局持续扩大市场份额，强化市场竞争力。2024 年，公司全年实现营业收入 209.57 亿元，同比下降 2.65%；归母净利润 21.59 亿元，同比下降 26.88%。在消费复苏节奏放缓的行业背景下，公司经营呈现企稳回升态势，25Q1 实现营业收入 61.87 亿，同比微增 0.16%，归母净利润 9.35 亿元，同比增长 5.46%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

公司持续丰富品牌矩阵，深化多元发展路径。公司旗下拥有多个自主品牌，包括主品牌海澜之家、女装品牌 OVV、潮流品牌黑鲸、婴童品牌英氏等，覆盖多样化消费群体。在国际品牌合作方面，公司独家代理奥地利运动品牌 HEAD 的中国区业务，独家授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品在中国大陆的零售业务。此外，公司还开展海澜团购职业装定制业务。2024 年，公司与京东合作推出京东奥莱业务，加码布局折扣零售赛道。公司正通过多业务协同发力，持续增强综合竞争力与增长动能。

表1：公司品牌及业务情况

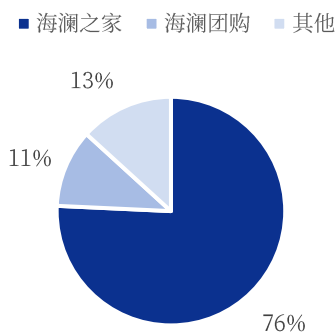
类别	品牌及业务	品牌及业务介绍	品牌及业务形象
男装	海澜之家	首创于 2002 年，长期以来，坚持做令消费者放心、有陪伴感的国货品牌，为 20-45 岁的男性提供时尚设计、优质产品、个性化衣着体验，以亲切、深入人心的“国民品牌”形象屹立市场。	
女装	OVV	成立于 2017 年，致力于以“不费力的高级感”为专业的独立女性打造摩登衣橱，基于“人衣合一”的理念，发扬诚实有价值的实用主义，融合设计感、风格化与适用性，由内向外，为当代女性创造价值。	
时尚男装	黑鲸	秉承着“与众不同”的精神理念，以“社群文化×生活乐趣”为品牌焦点，渗透不同文化圈层，旗下产品线分为基础百搭、潮流品质、乐趣专属“联名”三大系列，用以满足年轻群体不同生活状态下的需求。	
婴童装	英氏	英氏 YeeHoO 现为集团旗下自有高端婴童生活方式品牌，自 1995 年创立以来，专注 0-6 岁婴幼儿高品质生活及成长所需用品，产品覆盖婴童内衣、外服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类，在行业内拥有稳固的占有率和市场地位。	
竞技运动	HEAD	拥有 70 余年发展历史，以旗下一流的运动员为核心资产，凭借深厚的历史积淀、纯正的专业运动血统、前沿的精工科技与工艺技术，成为滑雪、网球等多项竞技运动领域中众多世界冠军的指定装备供应商。	

团购定制	海澜团购	始于上世纪 90 年代，采用自主生产经营模式，为金融、交通、政府机构等企事业单位提供个性化的服装产品，产品涵盖男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、风衣、羽绒服、冲锋衣等全品类服饰。	
零售业务	阿迪达斯 FCC	该业务为阿迪达斯中国与公司共同推出的针对新兴市场的全新产品线，该产品线定位于为消费者提供更高性价比的产品。公司通过控股子公司斯搏兹独家授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品在中国大陆的零售业务。	
奥莱业务	京东奥莱	该业务为公司与京东合作推出的城市奥莱业态，主打“大牌低价”的策略，在线下开设京东奥莱折扣店，旨在让消费者在身边就可以购买更高性价比的大牌正品。项目主要经营运动户外、男女装、儿童、轻奢及美妆等品类。门店汇聚了包括耐克、阿迪达斯、彪马、安德玛、亚瑟士、北面等运动户外品牌，蔻驰、MCM 等轻奢品牌，迪奥、纪梵希、雅诗兰黛、SK-II、CPB 等美妆品牌，以及知名男女装等品牌。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

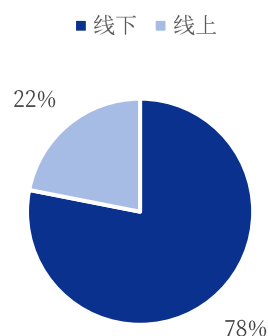
公司主营业务呈现主品牌主导、多品牌协同、线下渠道占优的格局。2024 年，公司主营业务实现收入 201.62 亿元，其中主品牌海澜之家实现收入 152.7 亿元，占比达 75.54%，为公司核心收入来源。海澜团购定制业务实现 22.24 亿元，占比 11.03%，其余品牌合计收入 26.68 亿元，占比 13.23%。从渠道角度来看，公司仍以线下渠道为主，实现收入 157.43 亿元，占比达 78.08%，线上渠道为 44.19 亿元，占比 21.92%。海澜之家通过强化主品牌优势、推动多品牌拓展及线上线下协同运营，构建了较为稳健的收入体系。

图2：公司 2024 年分品牌收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司 2024 年分渠道品牌收入占比

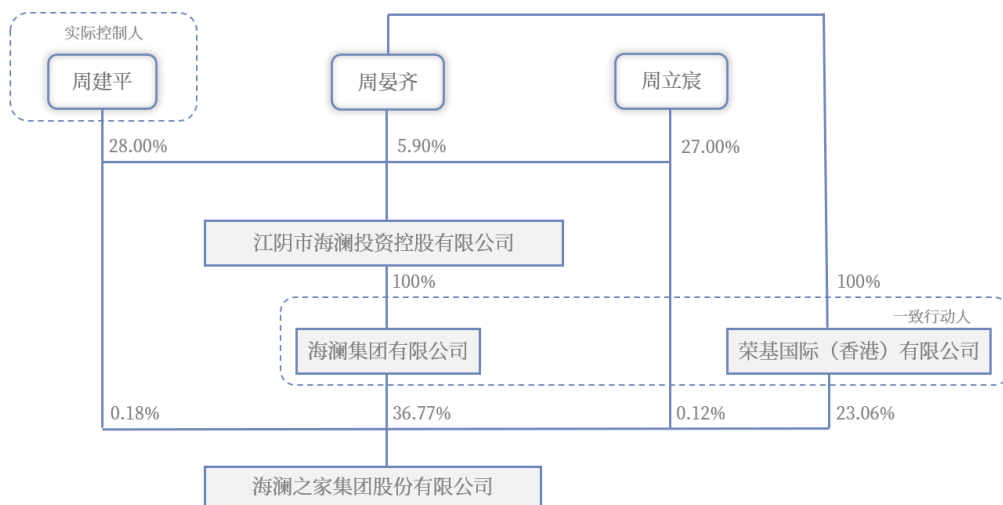


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司股权结构呈现家族控股与集中管理相结合的治理架构，周氏家族对公司拥有实际控制权。

周建平通过直接持股江阴市海澜投资控股有限公司，进而间接掌控海澜集团，形成对海澜之家的实际控制。截至 2025 年一季度末，海澜集团持有公司 36.77% 股份，周建平个人直接持股 0.18%，合计持股比例达 36.95%，为第一大股东。其女周晏齐通过全资控制的荣基国际持有 23.06% 股份，并与海澜集团构成一致行动关系。其子周立宸自 2020 年起担任公司董事长，直接持股 0.12%。整体来看，公司治理结构以家族控股为核心，形成稳定的控制权配置格局。

图4：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司管理团队结构稳定、经验丰富，成为公司稳健发展的基石。海澜之家集团核心管理层以周氏家族为核心，近年来逐步完成新老交替。周立宸自 2020 年起担任董事长，并于 2022 年担任总经理，全面主导公司战略与经营管理，标志着管理层年轻化与战略革新。公司于 2024 年 9 月任命秦敏杰为财务总监，强化财务管控和资金运作能力。秦敏杰自 2005 年起便在公司财务部历练多年，熟悉公司财务体系和运营模式。整体来看，公司管理层兼具稳定传承与结构优化的特征，推动公司在变革中实现有序发展。

表2：公司核心管理层概况

姓名	个人介绍	职务	任职日期
周立宸	1988 年生，本科学历，曾任海澜之家品牌管理有限公司总经理，海澜集团有限公司总经理，江阴市海澜投资控股有限公司总经理，董事长，现任海澜之家集团股份有限公司董事长。	总经理，董事长	2022-04-27
强红兵	1966 年生，曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理，现任海澜之家集团股份有限公司渠道拓展中心负责人。	副总经理	2020-08-19
徐兴福	1969 年生，曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理，现任海澜之家集团股份有限公司渠道营运中心负责人。	副总经理	2020-08-18
汤勇	1978 年生，硕士研究生学历，曾任东吴基金管理有限公司董事，上海瀚银信息技术有限公司董事，上海海澜投资管理有限公司执行董事兼总经理。	董事会秘书	2020-11-25
秦敏杰	1973 年生，大专学历，曾任海澜之家集团股份有限公司财务部主办会计、财务总监、董事，现任海澜集团有限公司财务管理部部长。	财务总监	2024-09-09

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

公司高稳定分红维护公司价值，回报股东。2014 年重组上市后，截至 2025 年第一季度，公司累计回购金额约 13.59 亿元，回购股份全部予以注销。累计现金分红达 202.8 亿元，叠加回购注销，合计向股东回报约 216.4 亿元，十年间平均分红率为 74.23%，2023、2024 连续两年分红比例达 90% 以上。这些举措不仅增强了投资者信心，也优化了公司股本结构。

表3：公司 2014 年以来分年度分红率

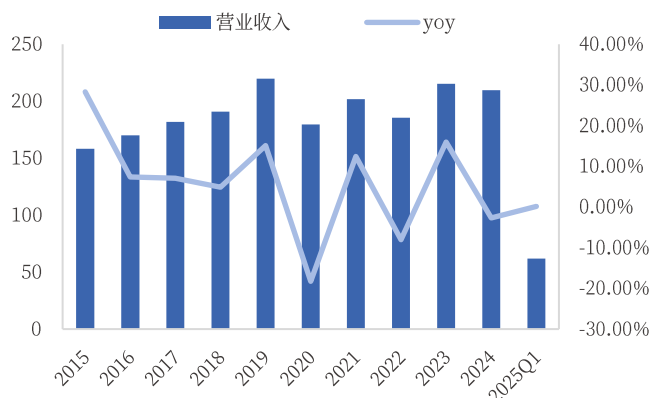
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
分红率	71.89%	50.20%	70.50%	64.78%	50.02%	65.66%	86.98%	88.43%	86.18%	91.11%	91.22%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：2018 年、2020 年分红率计算中的分红金额为现金分红与股份回购金额的合计数）

（二）业绩波动变化，多品牌协同发力

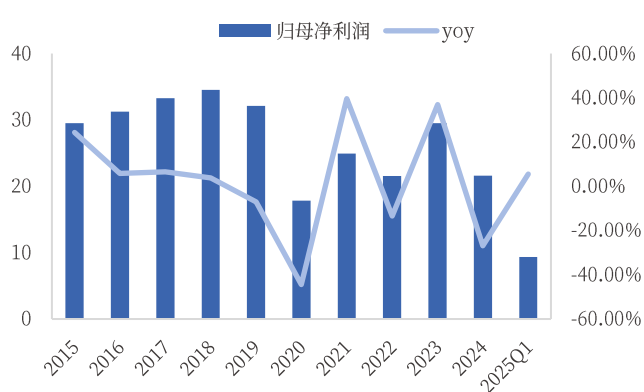
面临复杂消费环境，近年业绩波动较大，公司主动求变以巩固市场地位。2015 至 2019 年，公司加速开店，海澜之家主品牌门店数量从 3517 家增长至 5598 家，带动营业收入从 158.3 亿元增长至 219.7 亿元，CAGR 达 8.54%，归母净利润由 29.53 亿元增长至 32.11 亿元，呈稳步扩张态势。2020 年受到疫情冲击线下收入承压，此后，公司优化渠道结构，关闭低效加盟门店并加速直营化，2023 年公司营收同比增长 15.98%，归母净利润同比增长 36.96%，展现较强修复能力。2024 年，受市场消费需求疲软影响公司营收与归母净利润均有所回落，分别同比下降 2.65%/26.88%。2025Q1，随着直营渠道贡献提升，斯搏兹并表带来增量，公司营收与归母净利润同比小幅增长。

图5：公司 2015-2025Q1 营业收入及 YOY（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：公司 2015-2025Q1 归母净利润及 YOY（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

主品牌为营收主力，多品牌协同发展。主品牌海澜之家营收规模长期占比达 70%以上，2017-2019 年受门店扩张驱动，收入从 147.58 亿元增至 174.22 亿元。2020 年受疫情影响下滑至 137.68 亿元，随后在 2021-2023 年通过产品升级与渠道优化恢复增长，2023 年达 164.58 亿元，2024 年受整体消费需求疲软影响略有下滑。海澜团购定制系列收入表现相对稳定，近三年维持在 22-23 亿元区间。其他品牌涵盖 OVV、黑鲸、英氏及国际代理品牌（如 Adidas、HEAD 等），收入规模从 2018 年的 21.21 亿元增至 2024 年的 26.68 亿元，其中 2024 年同比增长 32.4%，主要得益于阿迪达斯代理业务扩张，反映出集团 "多品牌、全品类" 战略的持续见效。

表4：公司分品牌收入变化

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
海澜之家系列	营业收入 (亿元)	151.44	174.22	137.68	151.33	137.53	164.58	152.70
	yoy	2.62%	15.04%	-20.97%	9.91%	-9.11%	19.66%	-7.22%
	营收占比	79.33%	79.30%	76.66%	74.96%	74.09%	76.45%	72.86%
海澜团购定制系列	营业收入 (亿元)	10.98	6.98	20.71	22.60	22.47	22.81	22.24
	yoy	22.68%	-36.40%	196.64%	9.14%	-0.58%	1.48%	-2.51%
	营收占比	5.75%	3.18%	11.53%	11.20%	12.11%	10.59%	10.61%
其他品牌	营业收入 (亿元)	21.21	21.68	16.06	20.42	19.04	20.16	26.68
	yoy	12.82%	2.24%	-25.93%	27.14%	-6.74%	5.85%	32.38%
	营收占比	11.11%	9.87%	8.94%	10.11%	10.26%	9.36%	12.73%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：海澜之家团购定制系列 2023 年起由原圣凯诺品牌更名而来，二者均为海澜之家集团运营的团购业务板块）

直营门店扩张提速带动整体毛利率稳步提升。2018-2024 年，公司整体毛利率从 40.84%增至 44.52%。从渠道结构来看，2024 年直营店毛利率达 62.85%，主要得益于直营门店扩张提速，直营门店数量占比提升及折扣率的有效控制。电商渠道通过产品结构优化，毛利率自 2022 年的 39.88% 提升至 2024 年的 48.02%，高毛利产品占比增加为核心驱动因素。分品牌来看，海澜之家主品牌近三年随直营网络扩张呈现毛利率稳步提升态势，2024 年达到 46.54%，海澜团购定制系列和其他品牌毛利率亦稳定维持在 40%以上。整体而言，渠道结构优化与产品组合调整共同构成毛利率提升的双轮驱动，体现公司在零售终端的精细化运营能力。

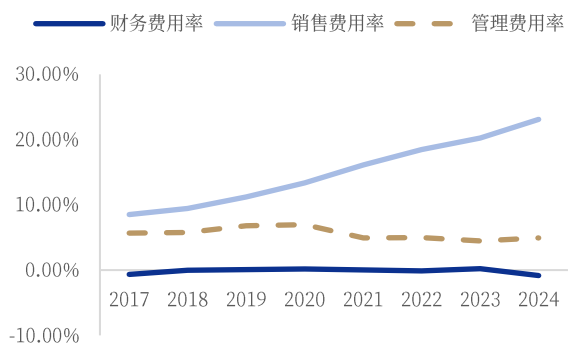
表5：公司分渠道、分品牌毛利率及整体销售毛利率

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
分渠道	直营渠道	60.71%	58.95%	56.16%	63.49%	63.16%	62.61%	62.85%
	电商渠道	54.88%	50.79%	38.47%	36.19%	39.88%	48.15%	48.02%
	加盟及其他渠道	39.72%	37.81%	33.75%	36.64%	38.71%	40.26%	40.95%
分品牌	海澜之家系列	43.40%	40.34%	35.99%	40.01%	42.24%	45.20%	46.54%
	海澜团购定制系列	49.25%	49.90%	52.71%	51.57%	48.60%	46.82%	40.32%
	其他品牌	-24.82%	37.00%	38.48%	44.14%	52.20%	50.19%	48.20%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

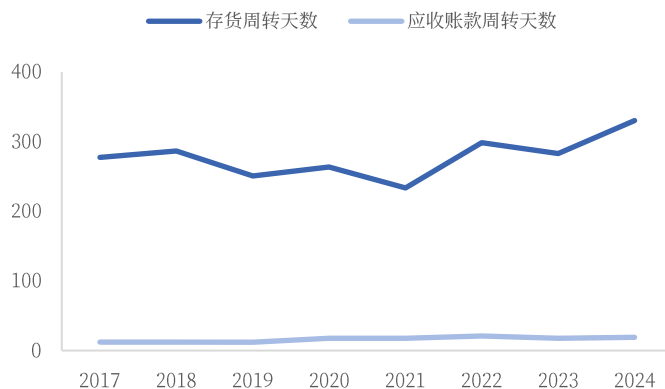
门店直营化带动销售费用率提升，库存结构合理。随着直营门店的扩张提速，公司销售费用投入力度逐年提升，2024年已达23.10%，从费用结构看，与终端门店运营相关的租赁及物管费、销售人员职工薪酬、门店运营费用构成核心支出，合计占比73.3%。资产周转方面，直营渠道扩张与产品品类丰富导致存货周转天数有所增加，2024年达到330天，但库存结构保持合理状态。库龄在2年以内的存货占比为95.4%，且可退货商品占比为74%。应收账款周转天数在2020年疫情后稳定在17-20天区间，2024年为19.16天，整体维持在健康水平。

图7：公司 2017-2024 年费用率变化情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图8：公司 2017-2024 年存货周转天数及应收账款周转天数（天）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

二、主品牌：直营提速开店，品牌年轻化发展

（一）男装行业格局持续优化，资源向优质龙头集中

男装行业集中度持续提升，市场份额向男装龙头集中趋势明显。2024 年男装 CR5 与 CR10 分别为 17.3%和 25%，相比 2015 年的 12%和 16.9%分别提升了 5.3pct、8.1pct，行业格局持续优化。男装在服饰赛道中时尚属性偏弱，具有一定刚需特征。并且，男装产品同质化程度较高。因此，男性消费者对于品牌的粘性要高于其他服饰赛道。具备规模、供应链整合与品牌认知优势的企业有望在未来稳步获取更大市场份额。

表6：2015-2024 年男装行业集中度快速提升（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CR5	12	12.5	13.1	13.7	15.2	15.7	15.6	15.4	16.5	17.3
CR10	16.9	17.7	18.7	19.5	21.6	23.1	23.2	22.9	24	25

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

男装行业整体市场规模呈现出稳中有升、阶段性波动的态势。2015 年男装行业市场规模为 4797.34 亿元，至 2024 年增长至 5687.46 亿元，年均复合增长率为 1.91%。2015 至 2019 年间，市场规模保持相对稳定的上升趋势，2019 年达到 5805 亿元的阶段高点。受疫情影响，2020 年行业规模出现显著下滑，为 5107.85 亿元，随后在 2021 年有所修复，但 2022 年再度回落，反映出消费环境波动对服饰行业的直接冲击。进入 2023 至 2024 年，市场逐步企稳，规模再次恢复至 5600 亿元以上。男装行业规模当前处于稳定状态，行业销售量的渗透基本达到成熟水平，但消费者对于产品质量和品牌的追求还在不断提升，消费单价虽然在近两年在消费低迷的背景下略有承压，但受益于产品结构的优化，男装行业仍维持低个位数增长，优质男装龙头仍具备较强的消费韧性与恢复能力。

表7：2015-2024 年男装行业市场规模（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
男装	4797.34	4993.99	5244.63	5586.50	5805.63	5107.85	5704.78	5195.40	5616.52	5687.46
YOY	4.51%	4.10%	5.02%	6.52%	3.92%	-12.02%	11.69%	-8.93%	8.11%	1.26%

资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

相较于更新迭代快、设计多样化的女装市场，男装行业在产品结构与消费行为上展现出更强的稳定性与标准化特征。从产品维度来看，男装 SKU 数量相对较少，主要集中在 T 恤、卫衣、牛仔褲等休闲服饰，衬衫、西服等商务类服饰，以及冲锋衣、运动裤等户外服饰。整体色系相对单一，视觉差异化程度较低。受此影响，不同品牌间在产品层面竞争相对同质化，且男装公司全年营收受时尚审美变化的影响较小，全年波动性较弱。从客群特征来看，男性消费者在服装选购时更看重品质、耐用性与实用性，购买决策更偏理性，这使得具备性价比优势的品牌更易在大众市场实现规模化扩张；而在中高端市场，男性消费者则更关注品牌所承载的圈层文化和身份象征，品牌忠诚度相对较高、价格敏感度较低，有利于优质品牌实现市场份额的进一步集中。

表8：男性与女性在服装选择上呈现差异化特征

	男性	女性
服装	购买频率相对较低， 更注重品质、耐用性和实用性	购买频率相对较高， 追求时尚潮流，注重款式、颜色和品质
鞋子	相对简单，追求舒适度和功能性	更加多样化，注重款式、舒适度和品质
配饰/运动装备	满足日常运动需求，注重品质和性能	丰富服装的搭配，注重美感

资料来源：观远数据、中国银河证券研究院

海澜之家为中国男装行业代表性企业，在高度分散的服装市场中持续保持头部竞争地位。海澜之家以男人的衣柜作为品牌定位，凭借高性价比和标准化产品体系，在大众消费群体中建立了广泛的认知度和影响力，其市场份额占有率长期稳居行业前列。截至 2024 年，公司在全国拥有超 5800 家门店，渠道覆盖从一线城市到下沉市场。面对新兴品牌和电商渠道的冲击，海澜之家积极推进数字化转型，通过拓展线上销售渠道与优化全渠道运营，不断提升品牌竞争力，在传统男装领域仍保持稳固的行业地位。

表9：2015-2024 年海澜之家品牌市场占有率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Retail value RSP	4.4%	4.7%	4.8%	4.5%	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%	5.0%	5.0%
市占率排名	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

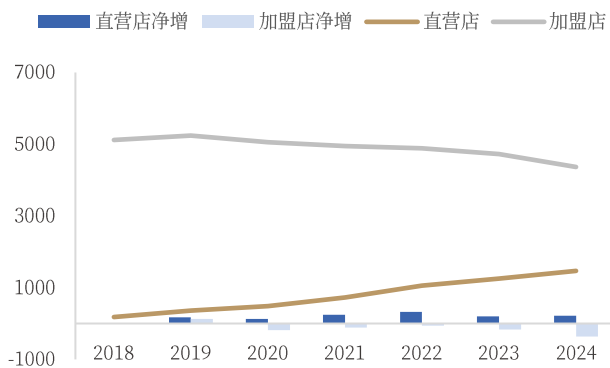
资料来源：Euromonitor、中国银河证券研究院

综合来看，中国男装行业在消费行为稳定、产品同质化程度较高的背景下，呈现出市场集中度持续提升、市场份额向龙头企业集中的竞争格局。在未来行业增长弹性有限的背景下，集中化趋势有望进一步强化，男装行业将加速向品牌化、专业化与高质量发展阶段迈进。

（二）主品牌渠道端：线下数量稳步推进，电商高速渗透

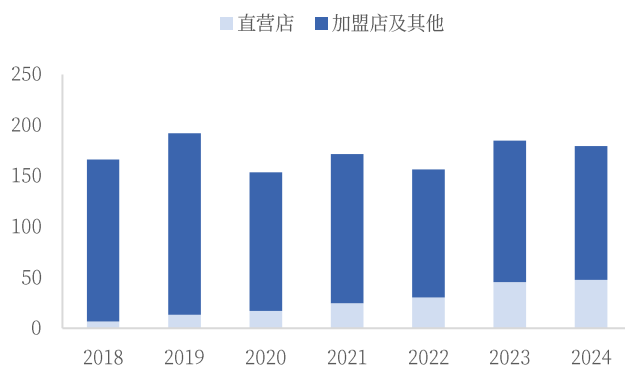
公司提速直营开店，优化加盟结构，深耕线上渠道，实现渠道规模与质量的双向提升。公司稳步扩张直营店数量，从 2018 年的 181 家增长至 2024 年的 1468 家，占比从 3.42%提升至 24.43%，加盟店数量从 2019 年的 5241 家降至 2024 年的 4365 家，公司通过关闭低效门店、提升单店效益实现渠道质量升级。2018-2024 年，直营店营收从 6.71 亿元增至 47.80 亿元，CAGR 达 38.70%，成为营收加速增长的重要引擎。

图9：公司主品牌 2018-2024 年直营、加盟店数量（单位：个）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

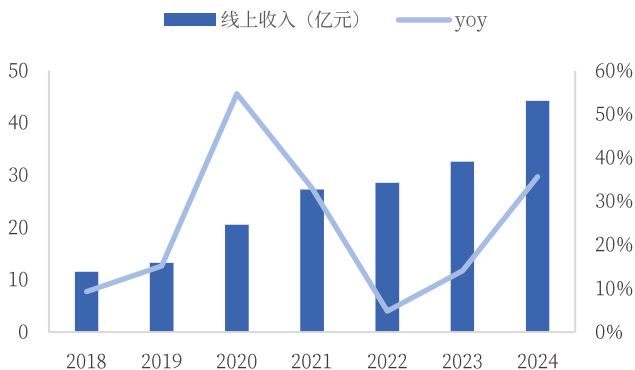
图10：2018-2024 年公司分渠道营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

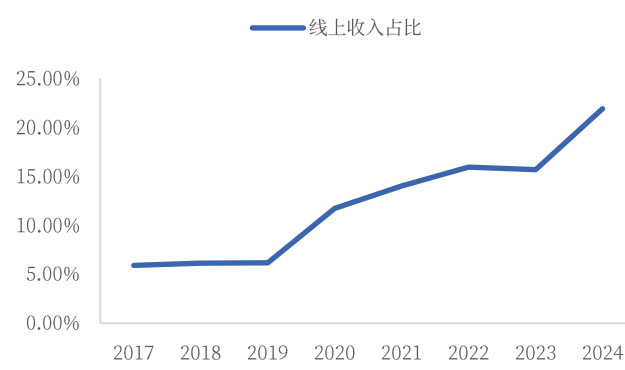
公司持续深耕全渠道平台，推动线上业务稳健增长。公司不断深化主流电商及新兴社交平台布局，完善全域流量运营体系，通过追踪市场趋势、建立热点响应机制以及数字化营销素材中台，实现精准内容生产和高效传播，实现商城、直播、短视频共同驱动线上销售快速增长，2024 年线上渠道实现主营业务收入 44.19 亿元，较上年同期增长 35.63%，公司线上收入占比从 2019 年的 6.19% 提升至 2024 年的 21.92%。公司通过传统电商、社交电商和私域流量全平台覆盖的渠道模式，稳步推进渠道端建设。

图11：公司 2018-2024 年线上收入及同比增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图12：2018-2024 年公司线上收入占比变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）品牌年轻化：从国民品牌到潮流符号

公司持续推进品牌年轻化战略。自 2016 年林更新代言以来，公司持续通过签约年轻艺人（如周杰伦、许魏洲、曾舜晞等）推动品牌年轻化，2024 年 12 月签约巴黎奥运会打破男子自由泳 100 米世界纪录的游泳运动员潘展乐，其阳光、坚韧的形象与公司“品质、时尚、年轻”的品牌理念高度契合，同时借助其庞大的粉丝基础和国际影响力，进一步强化了品牌年轻化战略。此外，公司以时尚化、年轻化为品牌策略，聚焦核心品类商品，其产品从商务场景拓展至露营、城市探索等年轻消费场景，通过文化共鸣、科技赋能和情感连接实现对年轻群体的精准捕获。

表10：公司聚焦年轻消费者推出的系列产品

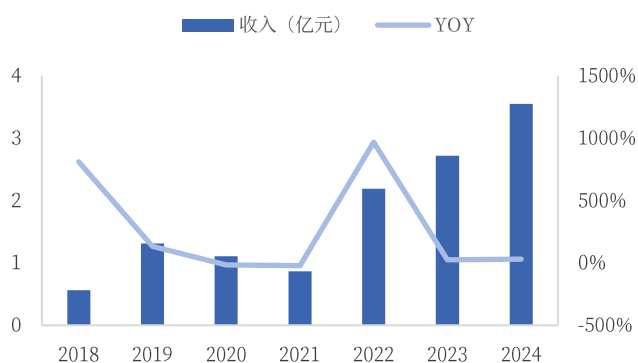
系列名称	设计灵感	核心卖点	目标客群	示例图片
清新夹克系列	年轻的春天、自然活力	宽松廓形、色彩碰撞设计，适配出行场景的时尚外套，赋予经典夹克年轻化生命力	18-35 岁年轻群体	
龙腾九州系列	非遗文化、国风艺术、国潮风尚	融合贺兰石篆刻、剪纸等非遗工艺，结合功能性面料（如防风防水），打造文化共鸣与实用兼具的龙系单品	传统文化爱好者、国潮消费者	
韵彩自然系列	天地自然之色、夏日运动场景	吸湿速干、长效抑菌 “不留汗” 科技，免烫、凉感功能，重塑夏日清新体感	运动爱好者、都市青年	
布鲁伊联名系列	亲子情感、IP 文化共鸣	清新简约设计，适配情侣、亲子穿着，强化情感连接与文化获得感	家庭客群、IP 粉丝	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（四）品牌“出海”，构建海外市场版图

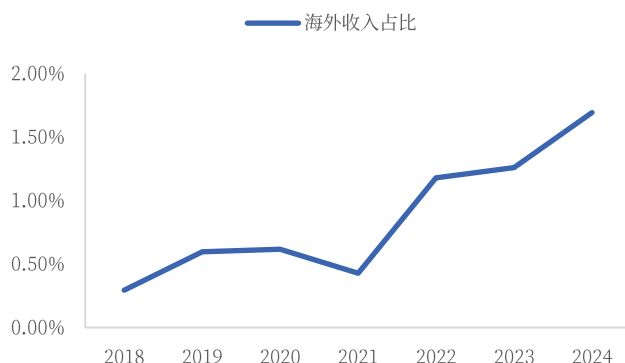
公司积极推动品牌“出海”，以东南亚为核心拓展海外市场。公司在深耕马来西亚、泰国、越南、新加坡等成熟市场的同时，根据品牌海外发展战略布局，扩大海外市场版图，成功进驻马尔代夫、肯尼亚、中东等海外市场，2024 年海外门店达 101 家，实现海外收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%，海外收入占比从 2018 年的 0.29% 提升至 2024 年的 1.69%。公司通过进驻当地核心商圈吸引人流量，在东南亚采用全直营的模式把控渠道质量。公司针对当地气候发布了多款适合热带的服饰，如轻薄透气的短袖 T 恤、POLO 衫、短裤和防晒外套，以满足当地消费者对舒适性和功能性的需求。此外，通过洞察当地气候和文化特点，海澜之家制定因地制宜的产品设计策略，优化出海产品组合，推出一系列具备吸湿、透气、防紫外线等功能的当地特供款产品。

图13: 公司海外收入变化情况



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图14: 公司海外收入占比变化情况



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

通过深入挖掘目标市场社会习俗及审美偏好进行海外市场门店设计。公司在马尔代夫的门店设计中，采用红砖建筑与现代玻璃幕墙结合的设计，创造出一种既传统又现代的视觉冲击，呼应了当地的海岛文化，还通过现代材料的运用提升了品牌的国际化形象。而在泰国的门店则采用了简约轻快的设计风格，以黑灰线条搭配白色为主色调，更具国际质感。这种设计风格不仅符合泰国当地的文化和审美，还通过调整店铺陈列布局和产品结构，更好地满足了当地消费者的需求。因此，品牌出海时注重门店设计与当地文化及审美融合，帮助公司增强品牌在海外市场的影响力，为品牌国际化发展奠定坚实基础。

图15: 海澜之家在马尔代夫的门店



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图16: 海澜之家在泰国的门店



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

三、质价比消费时代：折扣零售行业的全球实践

全球消费市场正经历结构性变革，在经济增速放缓背景下，折扣零售作为零售业的一种新兴业态，近年来在全球市场迅速崛起。随着消费者对商品“质价比”的关注以及市场竞争的加剧，折扣零售市场规模持续增长，全球折扣零售市场规模预计从 2023 年的 3223 亿美元增至 2032 年的 6876 亿美元，预测期内 CAGR 为 8.7%。TJX、Costco、堂吉诃德等海外折扣零售标杆企业通过极致供应链管理、差异化选品策略及精准客群定位，构建起了成熟的折扣零售范式。在中国，各大电商平台和线下零售商通过推出折扣商品、优化供应链等方式亦布局折扣赛道，推动本土折扣零售进入发展黄金期。京东奥莱作为公司新业态业务，其未来发展可以在借鉴海内外折扣零售企业成熟经验的基础上，构建具有差异化竞争优势的折扣零售商业模式新路径，进一步打开新的增长空间。

（一）海外平价折扣零售行业代表性企业：Costco、TJX 和唐吉诃德

Costco、TJX 和唐吉诃德作为全球折扣零售领域的三大标杆，分别以会员制仓储、品牌尾货折扣和全品类低价商品为核心竞争力，形成差异化的市场定位。Costco 通过会员制模式和仓储式门店为消费者提供大规格高性价比商品，采用“少品种、大批量”策略使价格更具性价比。TJX 凭借 1200 多名买手在全球采购当季热门产品，以每周 3-5 次的上新频率提供高品质、时尚化的品牌及设计师商品，价格通常较正价商品低 20%-60%。唐吉诃德则以尾货+正品的商品组合，24 小时营业和密集陈列的门店设计，在日本市场自上市以来实现连续 35 年营收和利润双增长。三家企业均以低价不低质为核心，通过深化整合供应链、提高运营效率和精准客群定位，在不同经济周期中保持韧性。

表11：Costco、TJX 及唐吉诃德公司简介

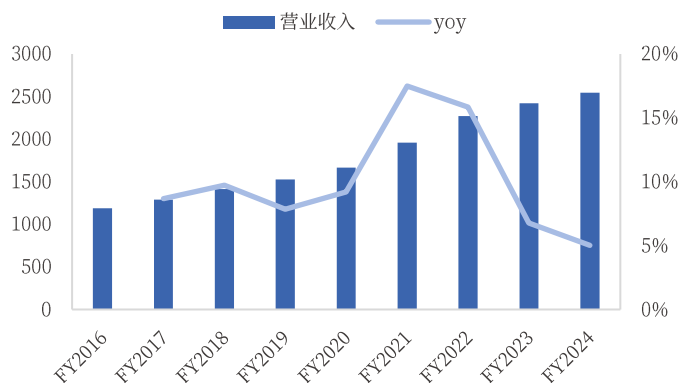
公司	成立时间	核心商业模式	主营业务	旗下品牌	门店数量	全球化程度	折扣
Costco	1983 年	仓储式会员制零售	主营食品、生鲜、非食品等核心品类，兼营加油站、药店等辅助业务	Kirkland Signature、Costco Optical、Costco Travel 等	890	美国、加拿大、欧洲等全球 14 个国家及地区	食品类商品价格较普通超市低 10%-20%，非食品类低 30%-60%
TJX	1976 年	买手制品牌尾货折扣零售	聚焦服装、鞋履、家居用品、家具厨具、高端珠宝等，以尾货和当季商品为主	美国本土：T.J. Maxx、Marshalls、Homesense 及 HomeGoods 加拿大：TJX Canada 国际市场：TJX International	5085	美国、加拿大、欧洲、澳大利亚等	通常较正价商品低 20%-60%
唐吉诃德	1980 年	尾货+正品组合的全品类折扣零售	全品类折扣零售，涵盖食品、日用品、家电、奢侈品及自有品牌商品，以尾货和特色商品为主	Don Quijote、MEGA Don Quijote、1、JONETZ 等	742	日本、美国、新加坡、香港等	比百货店低 30%-50%

资料来源：Costco、TJX、PPIH 集团公司公告，Costco 官网，中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

三家企业不同市场环境中持续展现出抗风险能力与稳健增长态势。Costco 自成立以来，凭借会员制仓储模式快速发展，通过收购和新建门店拓展国际市场，2019 年在中国大陆开设首店。截至

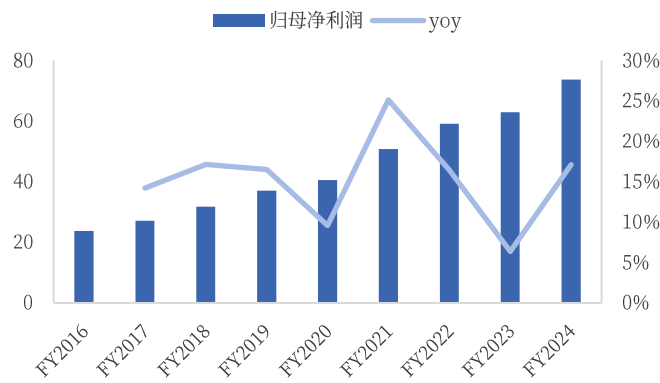
2024 年，其全球门店数已达 890 家，会员数达 1.37 亿。2024 年 Costco 实现营业收入 2544.53 亿美元，同比增长 5.02%，归母净利润 73.67 亿，同比增长 17.09%。TJX 因受到疫情冲击在 2021 年关闭大量门店，净利润大幅下滑 97.25%，但之后迅速恢复，业绩实现稳步增长，2025 财年实现营业收入 563.6 亿元，同比增长 3.95%，净利润 48.64 亿元，同比增长 8.72%。唐吉诃德所在集团 PPIH 则在日本“失去的三十年”中创造了连续 35 年营收、利润双增长的奇迹，2020 财年营业收入突破 1.68 万亿日元，2024 财年达 2.0951 万亿日元，同比增长 8.17%，归母净利润 887 亿日元，同比增长 34.06%。

图17: Costco 历年营业收入及增速（单位：亿美元）



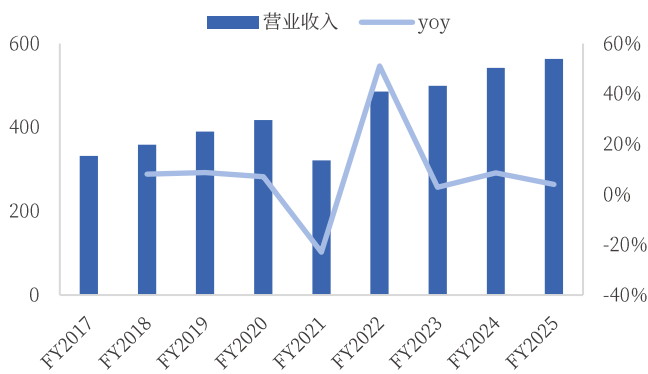
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图18: Costco 历年净利润及增速（单位：亿美元）



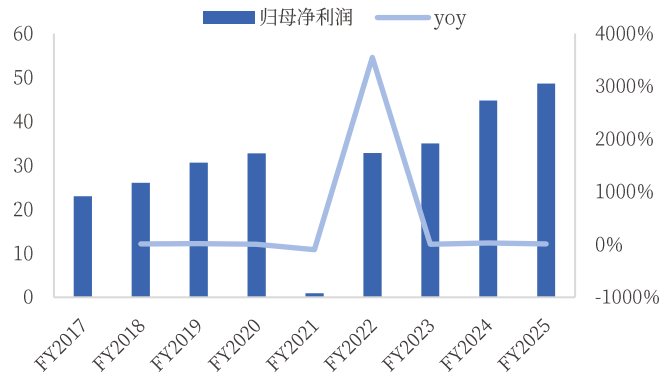
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图19: TJX 历年营业收入及增速（单位：亿美元）



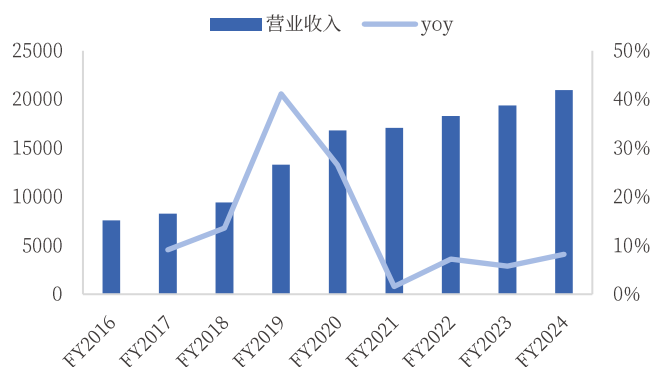
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图20: TJX 历年归母净利润及增速（单位：亿美元）



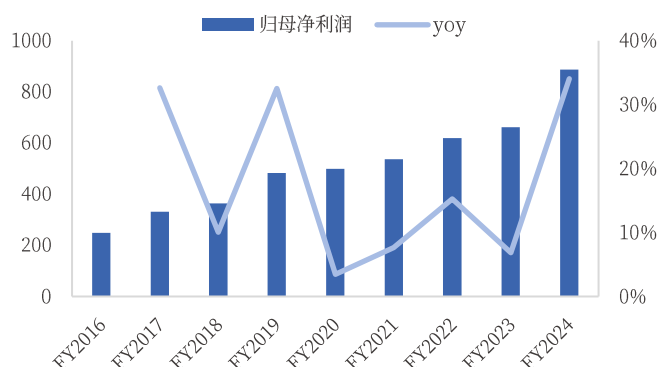
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图21: PPIH 历年营业收入及增速 (单位: 亿日元)



资料来源: PPIH 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: PPIH 历年归母净利润及增速 (单位: 亿日元)



资料来源: PPIH 公司公告, 中国银河证券研究院

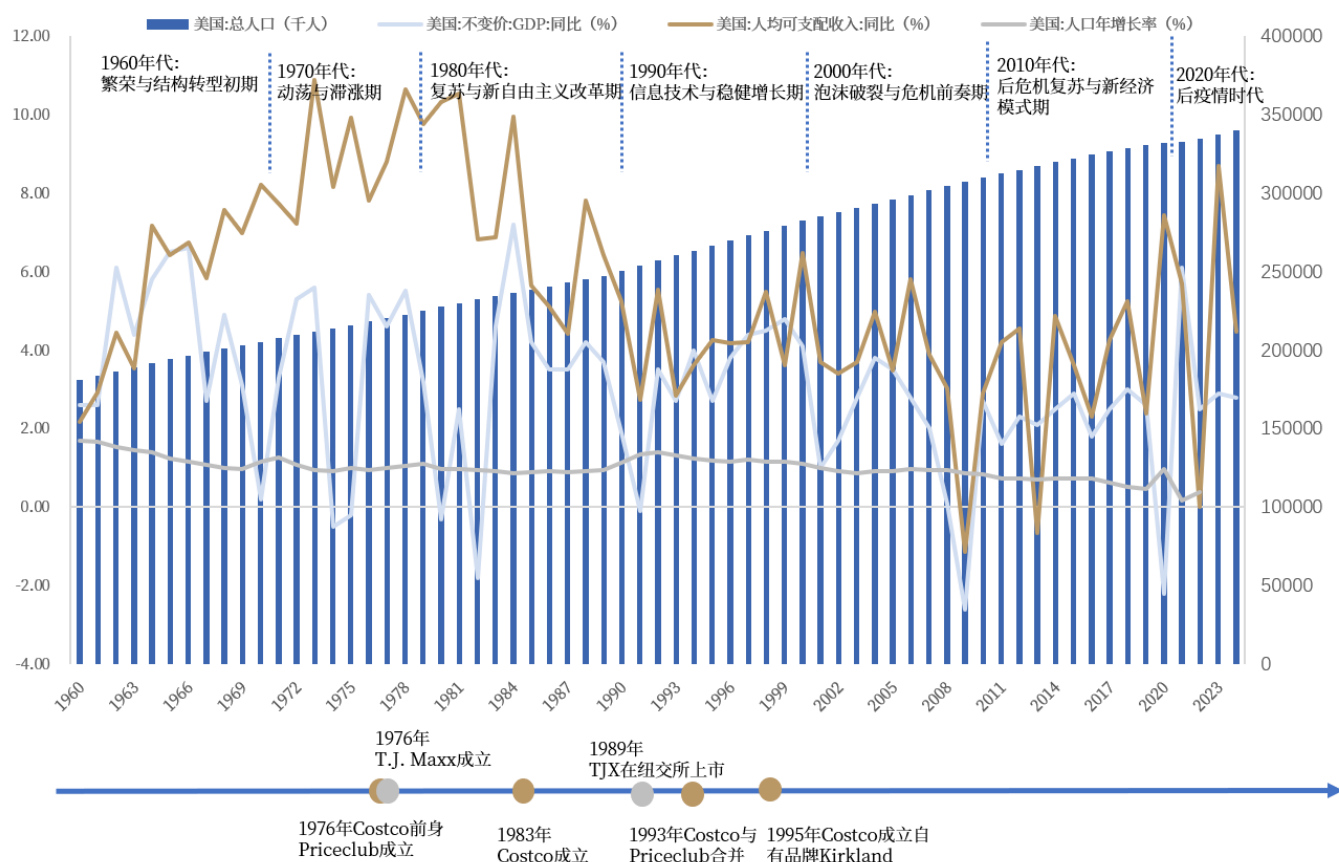
(二) 平价折扣零售快速发展背后的时代背景

平价折扣零售快速发展的背后是宏观经济和消费者观念发生重大变化之时。美国在战后经济繁荣与后续滞胀的起伏中，消费主力因经济压力转向价格敏感，家庭结构的变迁催生对低价与效率的需求。日本在泡沫经济前后的消费能力转变中，少子化、老龄化与独居化导致消费单位小型化，经济下行压力下消费者对性价比商品的需求持续升温，两地宏观环境与社会结构的变迁共同为折扣零售模式的崛起创造了土壤。

1. Costco、TJX 等美国折扣零售企业创立与发展的时代背景

1960年代，美国战后黄金时期延续，工业化、城市化进程加快，肯尼迪-约翰逊政府采取扩张性的财政政策，通过减税和“伟大社会”政策使得实际GDP从1960年-1969年年均增长4.53%，人均可支配收入保持稳步增长，但随着60年代末越战的拖累，叠加美联储为抑制通胀的加息，导致企业融资成本激增，投资和消费需求骤降，从1970年代起经济出现“滞胀”，经济增速明显放缓，甚至出现停滞或倒退迹象。1973年和1979年两次石油危机导致能源价格暴涨，导致生产成本急剧上升，企业盈利下滑，消费者购买力下降，直接拖累人均收入和GDP增速。

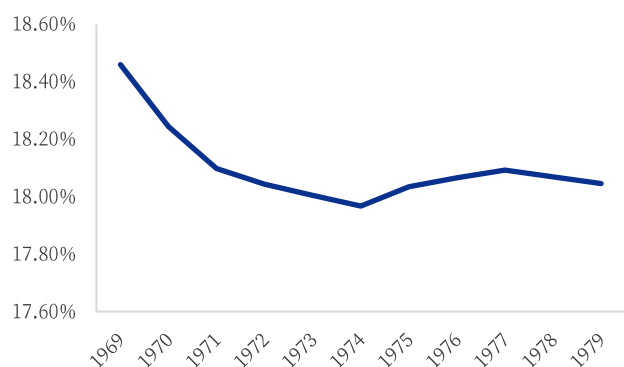
图23：美国 1960 年代以来经济、社会历史变迁



资料来源：iFinD, Costco、TJX 公司公告, Costco 公司官网, 美国历史频道官网, Investopedia, ScienceDirect, 国际银行家网站, 欧洲议会研究服务局, 普林斯顿大学出版社官网, 中国银河证券研究院

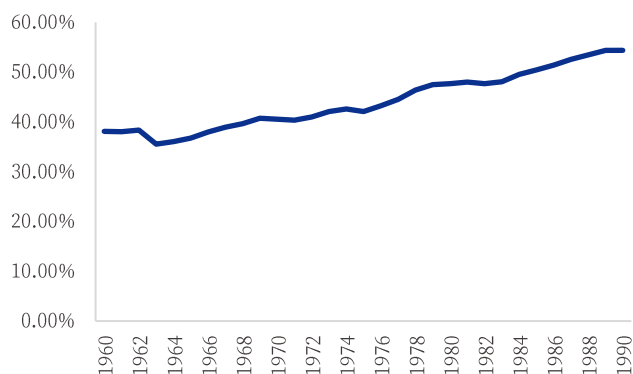
二战后出生的 7800 万婴儿潮群体在 1970 年代步入 18-34 岁，成为消费主力。这一群体成长于物质相对充裕的时代，但经济滞胀迫使他们更早承担家庭责任，对价格敏感且追求实用主义。无过错离婚法的推广使得离婚率从 1966 年的 2.5‰ 上升至 1970 年代末的 5.3‰，单亲家庭比例扩大。由于单亲家庭收入普遍低于双亲家庭，且需独立承担育儿和家务，对低价商品的需求更为迫切。此外，女性主义的兴起使得女性就业率持续上升，从 1960 年的 38.05% 上升至 1990 年的 54.35%，双职工家庭的购物时间将会减少，消费者更倾向于一站式批量采购，这与 Costco 的仓储式会员店模式高度契合。人口在 1974 年以后呈现向郊区转移的趋势，郊区缺乏大型零售设施，催生了对郊区超级购物中心的需求。

图24: 美国 1970 年代非大都市区人口比例变化



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图25: 美国 1960-1990 年女性就业率

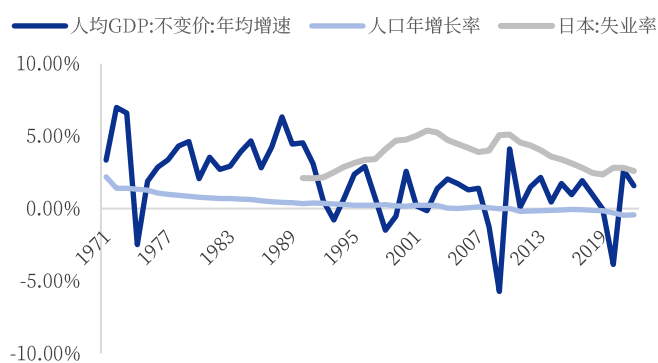


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

2. 日本折扣零售企业创立与发展的时代背景

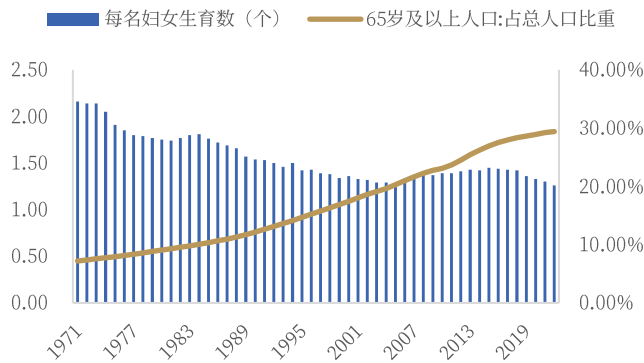
1970 年至 1990 年是日本经济发展的黄金时代, 虽然受到石油危机影响经济增速出现短暂的下滑, 但是通过技术立国, 日本大力发展汽车、半导体等产业成功实现向技术密集型产业升级, 出口贸易增加, 人均 GDP 整体增长, 社会层面日本家庭收入增加, 中产阶级扩大, 消费能力提升。1990 年起泡沫破裂, 日本开始进入“失去的二十年”, 人均 GDP 增速放缓, 经济陷入停摆, 失业率从 1990 年的 2.1% 上涨至 2002 年的 5.39%, 家庭消费支出减少。社会层面上, 生育率降低引起的少子化+老龄化的人口结构和独居化的趋势, 使得消费单位由家庭转变为个人, 大批量采购已几近成为过去式。唐吉诃德凭借专注于低价折扣商品的零售模式, 进入快速发展期, 并于 1998 年成功上市。

图26: 日本 1970 年代起至今人均 GDP 增速、人口年增长率及失业率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图27: 日本 1970 年代起至今每名妇女生育数及 65 岁以上人口占比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

由此可见,折扣零售行业的发展依存于宏观经济周期与社会消费观念的变迁。当经济增速趋缓、家庭消费预算收缩时,消费者对价格的敏感度显著提升,而前期经济高速增长长期积淀的消费升级惯性,使理性化消费趋势中对品质的追求并未妥协。叠加消费品类日益丰富所持续激发的新鲜感需求,形成低价但高质,期待多种品类的复合消费诉求,为折扣零售在特定经济社会背景下的快速扩张提供了支撑。

（三）折扣零售企业“质优价廉”的商品供给是其商业模式的核心

从商业模式本质来看，折扣零售的核心竞争力源于对“质价比”的精准定位。三家企业虽模式各不相同，但宗旨均为为消费者提供高质价低的消费产品，综合满足消费者各类需求。Costco 采用会员制仓储零售模式，依托全球直采网络精选 4000 个 SKU，通过单品大规模采购与自有品牌 Kirkland 构建核心链条；TJX 以尾货折扣为核心，整合过季/库存/瑕疵品等差异化货源，借助全球买手团队小批量高频采购；唐吉诃德则以超广 SKU 覆盖为特色，结合全球直采、动态采购策略，赋予门店自主采购权，搭配 24 小时营业与核心区位布局，形成便民零售模式。

通过优化采购策略保持商品高品质的同时控制商品采购成本。Costco 采取精选单品大规模直接向供应商采购的形式，通过规模效应向供应商获取采购低价，从而使商品价格相较于其他商超更低。公司通过精选有限的 SKU 可以保证选品质量，此外通过设立自有品牌与优质供应商深度绑定从而严控商品品质。TJX 的商品 70% 为尾货、库存商品等，本身价格就比较低，但依托专业买手团队在 100 多个国家追踪品牌库存进行机会型采购，买手通常全年都在市场上频繁地寻找低价优质商品，利用市场库存生产流通中的折扣机会（如清仓、特殊生产等），保持灵活采购，维持精简库存。唐吉诃德区别于前两者的显著特征是具有广泛覆盖的 SKU，单店 4.5 万+SKU 涵盖各个品类，通过全球直采、本土优质商品及奢侈品尾货等多种渠道来源采购，从货源端保障商品品质，覆盖不同消费者对品质的多元需求。

图28: Costco、TJX、唐吉诃德商业模式



资料来源：Costco、TJX、PPIH 集团公司公告，中国银河证券研究院

高效的供应链体系与门店运营策略是支撑商品高质价比的保障。Costco以“店仓一体化”模式重塑物流链条，商品从供应商直接运送至物流配送中心的仓库或门店中，凭借平均1.37万平方米的超大店面，将商品陈列功能与存储功能结合起来，既能节省传统分销渠道的多层成本，又通过高效配送实现供应链精简。TJX依托覆盖六个国家、总面积达287.7万平方米的高度自动化配送中心网络，以自有分发体系保障商品周转效率，使门店每周都能实现新品更新。同时，TJX通过雇佣较少的店员降低人力成本，将人效提升至154.83万美元/人的行业高位。唐吉诃德则凭借上万SKU的广泛商品品类，匹配众多且分散化的供应商布局，以突出折扣的商品陈列方式吸引顾客。由于唐吉诃德门店具有高度自主权，可以依据本地特点灵活采购从而满足消费者快速变化的需求。三家企业虽在供应链和门店运营上各有侧重，但共同的目标都是通过深化整合供应链，提升运营效率做到降低运营成本，为高质价比商品的“低价”提供利润空间。

表12: Costco、TJX及唐吉诃德运营数据（以公司披露最新财年数据为准）

公司	营业收入 (亿元)	毛利率	门店数量 (个)	平均门店面 积 (m²)	店效 (亿元/ 店/年)	坪效 (元/ m²/年)	费用率	净利率	人效 (万元/ 人/年)	库存周 转天数 (天)
Costco	18346	12.61%	890	13700	20.19	147358	SG&A: 9.14%	2.9%	551	29
TJX	4064	30.60%	5085	2415.3	0.8	33086	SG&A: 19.4%	8.63%	1116	58
唐吉诃德 (折扣零售 业务)	664	27.3%	501	3247.73	1.33	39704	SG&A: 20.8% (其中: 人力成本: 10.89%; 占用及租赁: 3.49%; 销售佣金: 3.62%; 折旧与摊销: 2.12%; 其他: 0.69%)	3.4%	193	50

资料来源: IfinD, Costco、TJX、PPIH公司公告, 中国银河证券研究院 (汇率换算以2025年4月13日汇率为准, 100美元=720.87元, 100日元=5.03元, 唐吉诃德营业收入为折扣零售业务板块收入)

深耕消费者心智，打破“低价即低质”的固有认知，构建起独特的竞争优势。Costco以会员制为核心，摒弃传统零售商广纳客流的模式，聚焦会员价值深度挖掘。通过提供质优价美的商品提升购物体验，借助口碑传播实现新会员增长与老会员留存从而驱动业绩增长，通过简化门店装修将门店重心置于仓储功能与商品陈列上。唐吉诃德则以“杂乱无章”的陈列、欢快的音乐氛围和手绘海报为顾客打造“寻宝式体验”，同时提升免税商品占比吸引国外游客，用场景化营销吸引消费者。TJX擅长以名牌、奢侈品低价尾货来引流，在消费者进店后激发购物热情，借助品牌效应带动全品类销售。三家企业虽策略各不相同——或依托会员精准运营，或借助场景体验吸引，或凭借名牌尾货引流，但都精准锚定消费者需求，以独特方式塑造“低价高质”的品牌心智，为零售行业提供了多元化的发展范式。

图29: Costco 门店



资料来源: Costco 官网, 中国银河证券研究院

图30: 唐吉诃德门店



资料来源: 唐吉诃德官网, 中国银河证券研究院

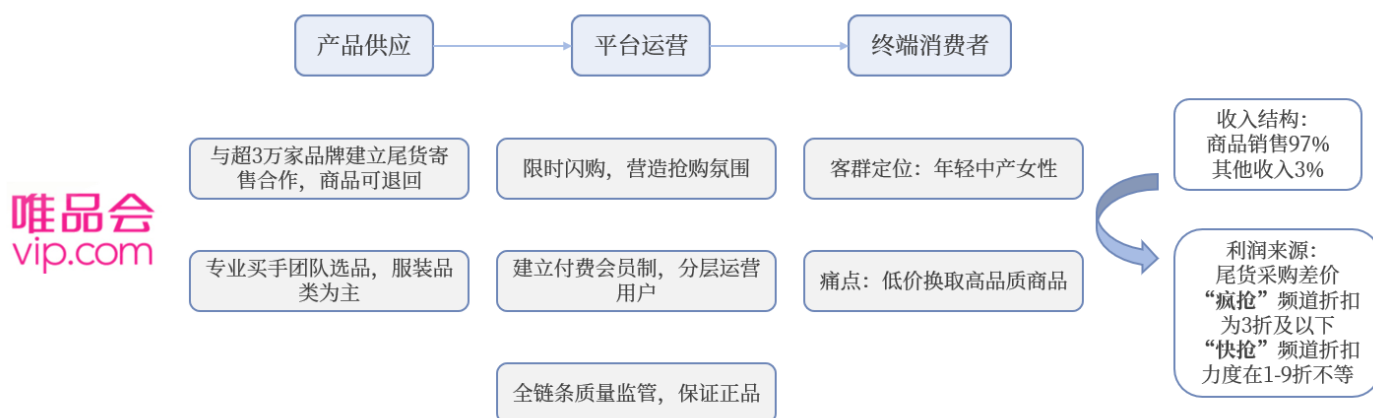
近年来,随着消费者对性价比的关注度不断上升,线上折扣零售业态在中国迅速发展。折扣零售商通过限时特卖、品牌清仓、工厂直供等方式,以低价策略吸引用户,占据了一定市场份额。唯品会与拼多多作为代表性企业,是理解该业态发展的重要样本。

(四) 国内平价折扣零售行业代表性企业: 唯品会、拼多多

1. 唯品会: 解决消费者和品牌痛点, 打造线上折扣业态

唯品会成立于2008年,是中国领先的品牌折扣电商平台,聚焦服饰、美妆、家居、母婴等核心品类。平台坚持以品牌限时特卖为核心战略,通过整合供应链资源,与国内外知名品牌深度合作,精准匹配用户,打造了一个实现品牌库存迅速货币化与满足消费者高性价比需求的双边平台。凭借正品保障、价格优势和稳定的购物体验,唯品会在折扣零售行业竞争中形成独特定位。

图31: 唯品会商业模式图



资料来源: 唯品会公司公告, 中国银河证券研究院

财务稳步增长, 验证商业模式可持续性。唯品会商业模式以正品特卖为核心, 通过集中采购品牌库存商品, 以较低价格获取货源, 然后通过限时限量的方式售卖给消费者。平台主要通过两个频

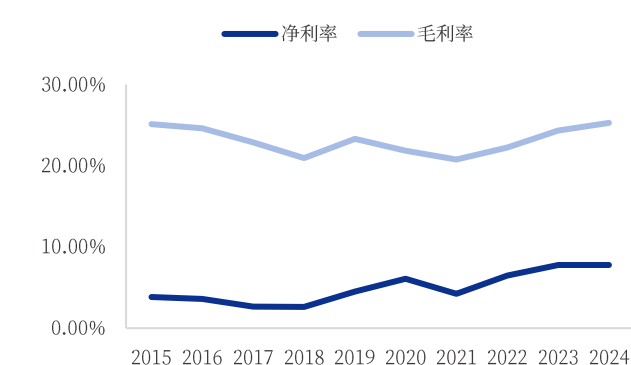
道展开限时抢购活动,其中一个频道主要销售服装类商品,折扣力度通常在正价基础上3折及以下,另一个频道以销售标准化产品为主,折扣力度为1-9折不等。这一价格策略有效满足消费者对品牌正品与价格敏感之间的双重需求。唯品会自2015年以来,净收入总额呈现稳健增长态势,从402.03亿元增长至2024年的1084.21亿元,CAGR为11.65%。毛利率始终维持在20%-26%区间,2024年达25.3%,为近十年最高。净利率由2015年的3.8%提升至2024年的7.8%。这一系列财务表现验证其“品牌正品+限时特卖”模式的可持续性,通过解决品牌方库存压力与消费者低价购买正品的双重需求,形成有效价值循环。

图32: 唯品会 2015 年-2024 年净收入总额及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 唯品会公司公告, 中国银河证券研究院

图33: 唯品会 2015 年-2024 年净利率及毛利率变化



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

直面用户痛点，打造忠实客户群体。唯品会核心用户集中于年轻中产女性，这类人群收入预期较好，注重品牌品质，同时也对价格高度敏感。在品牌商品普遍存在溢价、超出该群体可承受价格范围的背景下，唯品会以深度折扣的正品特卖模式提供了兼顾品质与价格的解决方案，成为其首选购物平台。为进一步提升用户体验和转化效率，唯品会采用限时闪购机制营造抢购氛围，增强购物的紧迫感和参与感。同时，平台通过构建覆盖从采购到售后的全链条质量管理体系，保障商品正品品质，打消消费者对于假货的顾虑。在此基础上，唯品会基于用户数据与行为轨迹，实施个性化推荐和精细化分层运营，并通过会员制度提升复购率与用户黏性。这一系列举措逐步推动用户行为的变化。自2015年以来，平台活跃客户数由3660万增长至8470万，订单总数从1.93亿增至7.58亿，人均年订单量由5.3单提升至8.9单，用户消费频率持续提升，反映出平台在客户留存与复购转化方面的持续优化成果。

表13: 唯品会 2015 年-2024 年活跃客户订单数量详情

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
活跃客户 (百万)	36.6	52.1	57.8	60.5	69.0	83.9	93.9	84.1	87.4	84.7
订单总数 (百万)	193.1	269.8	335.0	437.4	566.3	692.4	786.6	739.5	812.3	757.5
每个活跃客户的平均订单	5.3	5.2	5.8	7.2	8.2	8.3	8.4	8.7	9.3	8.9

资料来源: 唯品会公司公告, 中国银河证券研究院

解决品牌方库存压力，构建品牌合作共赢模式。品牌供应商，尤其是服装等季节性强、非标属性突出的品类,普遍面临库存积压与资金回笼周期长的问题,而传统线下销售渠道库存消化效率低、

成本较高。针对这一痛点，唯品会通过商品寄售制、可退货机制和大批量采购等手段，承接品牌方的过季、尾货及试销库存资源，为品牌方提供了一个兼顾效率与品牌价值的销售渠道，不仅有效降低库存处理成本与风险，也有效避免对品牌正价渠道的价格冲击。同时，平台依托其专业买手团队对合作品牌进行严格遴选和谈判，确定并持续深化合作关系，逐步建立起互利共赢的长期合作体系。截至 2024 年，唯品会合作品牌数量达 3 万个，2015 年约为 8500 个，增长 3.53 倍，品牌端资源优势持续优化，行业影响力不断扩大。

2.拼多多：去品牌化，重实用性，提供低价高质产品

拼多多创立于 2015 年，以极致低价的策略在电商市场中开辟出一条新路径。平台以农产品零售平台起家，逐步扩展至食品生鲜、家居百货、数码家电、服饰美妆等多品类，发展为覆盖全面的综合性电商平台。拼多多创新利用社交网络，打造了一个以价格敏感型消费者为核心的平台。依托海量中小商家、源头工厂及农户直连，打破传统零售层级，为消费者打造“多实惠，多乐趣”的购物体验。

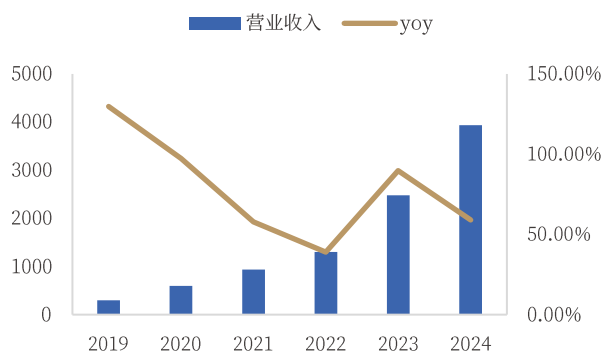
图34：拼多多商业模式图



资料来源：拼多多公司公告，中国社科院大学，中国银河证券研究院

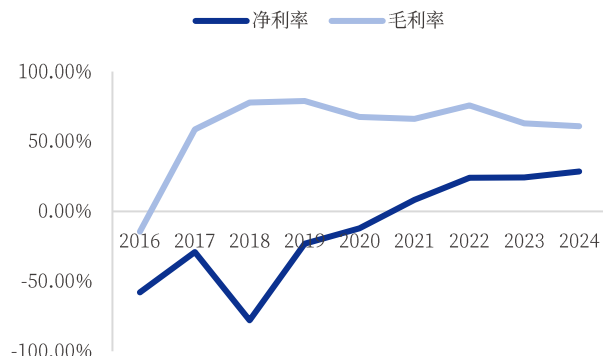
依托低价驱动机制，平台逐步构建起自治的商业闭环。拼多多的商业模式以极致低价为核心，通过聚合需求推动规模化生产，并借助平台流量反哺制造端，推动商品成本和价格的持续下探。平台商品价格普遍低于市场均价，部分爆款商品通过补贴机制实现远低于主流电商平台定价，有效满足广泛消费者的需求。拼多多自 2019 年以来营收保持高速增长，从 301.42 亿元增长至 2024 年的 3938.36 亿元，CAGR 为 67.2%。平台毛利率自 2017 年起显著转正，并在 2018 年至 2021 年间维持在 60% 以上的高位区间。净利率则经历了由大幅亏损向稳定盈利的转变。2016 年至 2020 年，净利率持续为负，但自 2021 年起，平台实现扭亏为盈，净利率逐年上升，2024 年已达 28.55%，为历年最高水平。这一变化反映平台依托其独特的商业模式，已逐渐形成“低价→流量→规模→更低成本→更低价格”的正循环。

图35：拼多多 2019 年-2024 年净收入总额及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

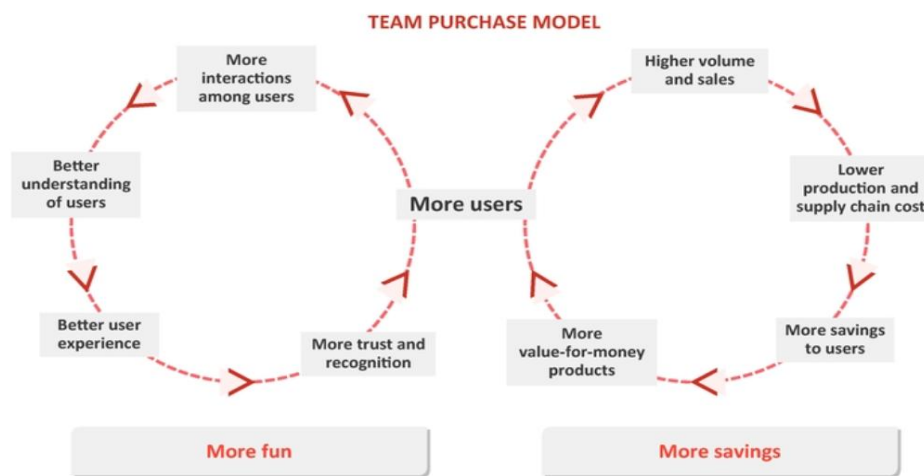
图36：拼多多 2016 年-2024 年净利率及毛利率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

挖掘下沉市场潜力，以社交驱动增长。拼多多聚焦于下沉市场用户群体，包括三四线城市及农村地区消费者，这类群体对价格高度敏感，同时愿意通过社交互动和时间换取商品折扣。针对这一特征，拼多多创新性地将购物行为与社交网络深度融合，通过拼团砍价等机制，鼓励用户主动传播商品信息，将用户转化为流量传播者，实现低成本、高效率的用户增长。这种以用户为中心、以社交为杠杆的方式，使平台大幅降低获客成本，形成社交驱动增长模式。

图37：拼多多拼团模式效应



资料来源：拼多多公司公告，中国银河证券研究院

创新供应链模式，构建高效供应生态。供应链端，拼多多打破传统多级分销架构，搭建起产地直发与工厂直供体系，尤其在农产品和制造业品类表现突出。平台采用 C2M 模式，聚合消费者需求，反向引导中小制造商按需排产、去品牌化并简化流通环节，打造高性价比的爆款商品。这一模式有效压缩传统零售层级与品牌溢价，提升商品周转效率，为平台形成稳定的低价优势。同时，拼多多通过构建农户直连消费者的供应网络，减少中间分销层级，让利农户与消费者。随着平台用户规模扩大和交易频次提升，拼多多的商家生态持续壮大。根据中国社科院大学发布的报告，截至 2024 年，平台商家数量已突破 1420 万，形成庞大且高效运转的供应网络，为平台的持续扩张提供坚实支

撑。

线上折扣零售业态在性价比导向的消费趋势推动下仍具发展潜力。唯品会代表的品牌折扣路径适合追求品质保障的消费者，适合稳健运营；而拼多多凭借强社交裂变与工厂直连策略，在压缩成本与拓展用户方面表现突出。在此基础上，行业内部也出现了更多平台与品牌融合创新的探索路径，力图在多样化需求中实现差异化竞争。

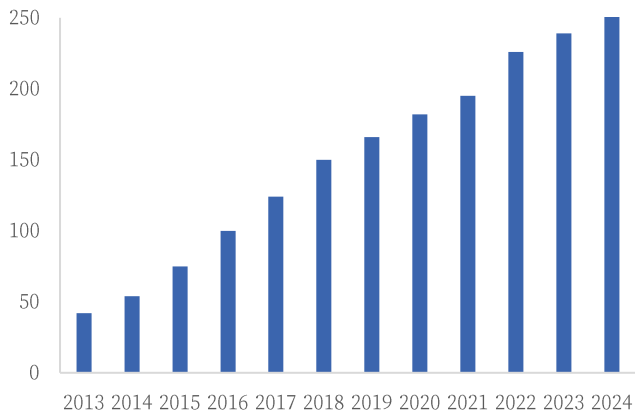
四、京东奥莱新业态：挖掘城市奥莱折扣零售新潜力

（一）线下大型奥莱已成为新兴快速发展的零售业态

奥特莱斯最早起源于美国，作为“工厂直销店”处理品牌的过季商品，凭借着高性价比的价格和有保障的品质，奥莱逐步发展，成为了一个独立的零售业态。2002年北京燕莎奥莱开业，从此国内奥莱行业开始起步。国内奥莱属于折扣零售业态，其以品牌折扣商品销售为核心，配套餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施，打造多元化特点。常见的奥特莱斯盈利模式主要是联营扣点和租金收入，运营商通过与品牌商户签订联营合同，从其销售额中抽取一定比例的扣点作为收入。此外还会收取部分商户的租金，传统奥莱大多位于城市郊区，依托低成本土地和大型停车场，满足自驾客群需求。

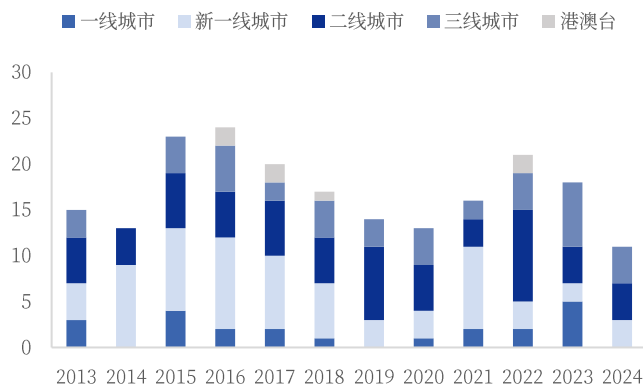
国内线下奥莱门店稳步扩张，发展重心逐步转移。自 2013 年开始，国内奥莱项目快速发展，2024 年新开业 12 家门店，2013-2024 年复合增速达 17.65%，其中首创钜大、王府井集团、砂之船、杉杉、百联股份、意大利 RDM 等头部奥莱运营商在全国范围内均展开布局。截至 2024 年底，全国在营业奥莱项目约有 251 个，其中头部运营商拥有 88 家，占比 37%。一线城市在早期已完成大量建设，如北京、上海两城，其中已开业的奥特莱斯各达 10 家，因此近几年新增项目数较少，新一线城市成为热门选择。而随着奥莱行业的快速发展，一二线城市奥莱项目也都逐渐趋于饱和，产业资本和奥莱品牌项目开始向三四线等下沉市场转移，在 2024 年新开业的 12 家门店中，有 5 家都位于三四线城市。

图38：2013-2024 年全国线下奥莱门店总数量变化（家）



资料来源：中国奥特莱斯研究院奥莱项目数据库，《2023年奥特莱斯行业白皮书》，《2024-2025年中国奥特莱斯行业白皮书》，中国银河证券研究院

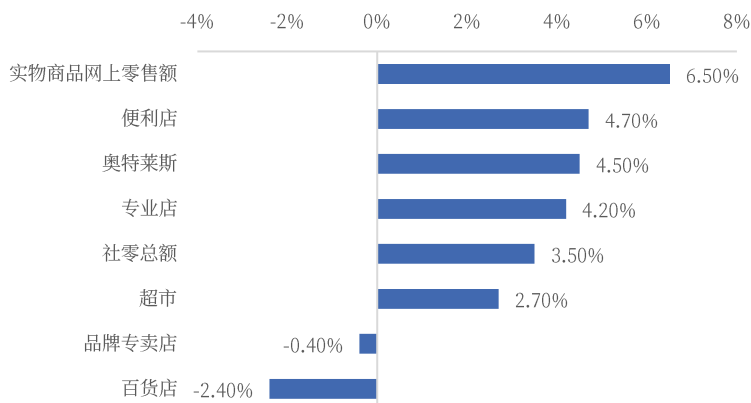
图39：2013-2024 年新增奥莱项目城市分布情况（家）



资料来源：奥莱领秀，《2024-2025年中国奥特莱斯行业白皮书》，中国银河证券研究院

奥莱业态稳步发展，成为快速渗透的新业态。2024 年全国奥特莱斯渠道销售规模约 2390 亿元，实现同比增长 4.5%，在所有零售业态中增长比例位于第三。2024 年我国经济呈现稳健发展态势，近几年受宏观经济环境影响，一些个性化、品质化消费成为新增长动力，消费者逐渐提高对商品“性价比”的关注，奥莱模式正好满足了这一需求，从而带动奥莱业态整体增长。

图40：2024年限额以上单位零售分业态增长率

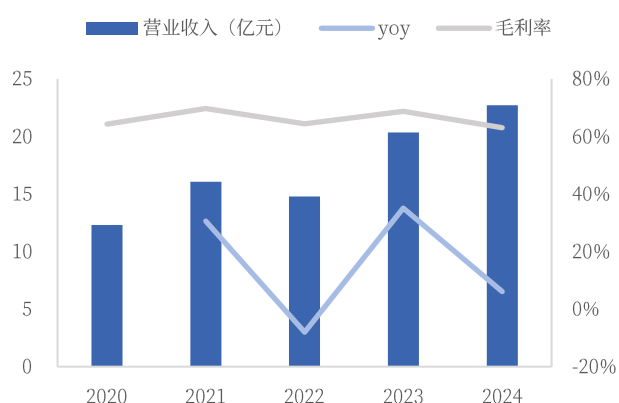


资料来源：《2024-2025 年中国奥特莱斯行业白皮书》，中国银河证券研究院

线下奥莱以中产消费者作为发展基础，不断扩大引入体验业态服务于消费者。中产人群收入较高、对商品品牌和质量关注较多，更切合于奥莱模式。根据拓朴思对北京八达岭、赛特、斯普瑞斯三家重点奥莱分析指出，门店客群主要以26-35岁年龄段为主，同时已婚人群为大多数，有孩家庭客群约占67%。这部分消费者具备一定经济基础，相对于年轻群体更注重品质与体验，对亲子娱乐方面项目也有更多需求，因此奥莱不断加强体验业态发展，近几年餐饮、儿童、娱乐业态在奥莱中的占比持续提高。相对于百货店或购物中心而言，奥莱以价格优势取胜。而与电商等线上折扣业相比，线下奥莱具备“看得见、摸得着”特点，极大降低商品退货率，减少成本支出。

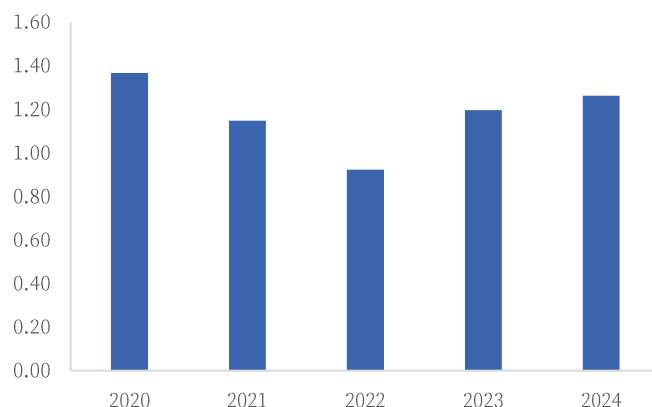
大部分奥莱企业都保持销售增长，头部奥莱运营商奥莱业态表现突出。以王府井奥莱为例，2024年公司奥特莱斯业态实现营业收入22.72亿元，同比增长6.14%，2020-2024年复合增速达16.55%。其毛利率始终保持在60%之上，2024年达63.03%，在零售行业中处于较高水平。2020-2023年间，公司净增奥莱门店8家，2024年新开1家门店，同时营收恢复增长，带动店效提高。截至2024年，王府井旗下奥特莱斯门店共18家，平均店效达1.26亿元。

图41：2020-2024年王府井奥莱营收变化及毛利率



资料来源：王府井公司公告，中国银河证券研究院

图42：2020-2024年王府井奥莱平均店效（亿元）



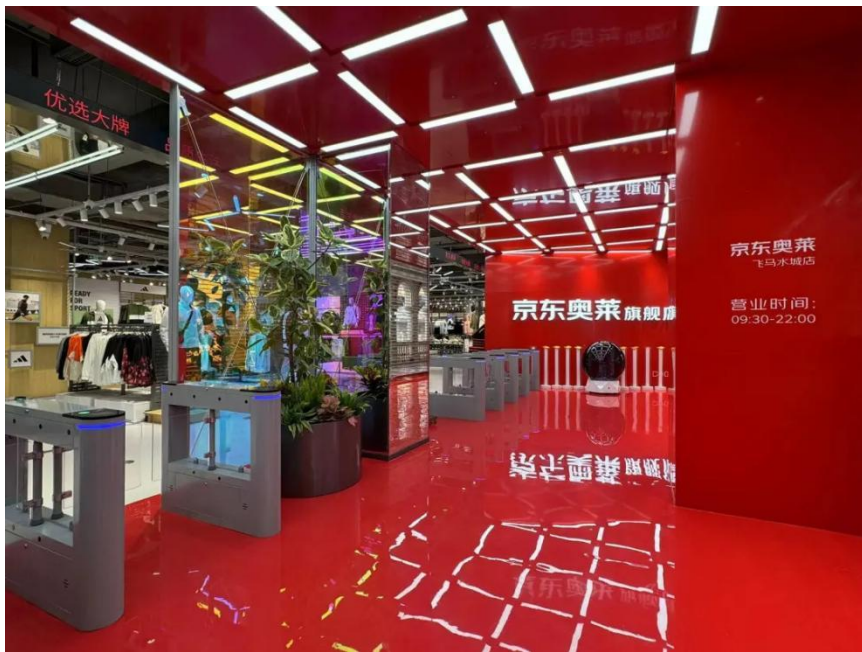
资料来源：王府井公司公告，中国银河证券研究院

未来奥莱市场规模有望持续扩大，京东奥莱发展前景巨大。根据中国百货商业协会预测，2025年奥特莱斯的销售总额预计达到 2600 亿元，增幅仍将优于大部分零售业态。未来奥莱业态将继续发挥并不断优化其较强的名品招商能力、广覆盖的体验式商业增强客户黏性，同时通过加强线上渠道建设，实现全域运营。展望京东奥莱，其可凭借地理位置优势与品牌影响力吸引更多客户，并借助强大的供应链体系保证商品性价比，在激烈的市场竞争中脱颖而出。

（二）京东奥莱：供应链协同品牌折扣，深耕低线消费市场

京东奥莱由上海京海奥特莱斯商业发展有限公司运营，海澜之家作为公司最大股东持有 65% 的股权。2024 年 7 月，京东奥莱官方旗舰店在京东平台上线，2024 年 9 月 25 日，公司在无锡江阴海澜飞马水城开设全国首家京东奥莱线下店，产品种类覆盖运动休闲、男女装、童装、奢牌、鞋靴等。公司的消费群体主要为低线城市白领和中产群体，对产品和品牌档次有一定要求并追求高性价比。公司采用线上线下融合模式，除在线下门店体验选购，消费者也能通过京东平台的“京东奥莱官方旗舰店”实现便捷购物。

图43：京东奥莱无锡江阴飞马水城店



资料来源：京东奥莱公众号，中国银河证券研究院

京东奥莱所有门店均采用会员制入店，确保每位顾客都能享受到专属的优惠和尊贵体验。供应链资源上，京东奥莱一方面借助京东这一大型电商平台，坐拥线上流量和众多品牌供应商资源，京东物流成熟的配送体系，帮助京东奥莱实现线上订单与线下门店补货高效调配。另一方面海澜之家拥有丰富门店运营经验，其控股子公司斯搏兹核心业务为折扣零售，与安德玛等品牌合作销售尾货，拥有优质品牌尾货合作经验，为开展京东奥莱提供货源品质和数量支持。基于供应链的高效协同，京东奥莱能够实现快速上新补货，快速配送，满足消费者对时尚和潮流的追求。

从品牌来看，京东奥莱产品 SKU 涵盖体育、时尚、童装、休闲等多元化领域。京东奥莱主要涵盖品牌包含耐克、阿迪达斯、彪马等国际大牌。美妆产品包含兰蔻、香奈儿、纪梵希、迪奥、雅诗

兰黛等品牌。奢侈品品牌较少，但也涵盖了蔻驰、Prada 等品牌，更偏向“轻奢”，符合低线城市消费群体定位。京东奥莱的产品折扣力度较大，运动鞋服的售价大部分为正价的 3-4 折，美妆品类约为 7 折。公司采用经销及代销的方式组织货品，大部分品牌采用代销模式合作，货品由品牌方或供应商提供，销售后按代销价与品牌方或供应商进行结算，剩余未销售货品退还品牌方或供应商。品牌多样性和深度折扣吸引注重高性价比消费者。

图44：京东奥莱部分入驻品牌



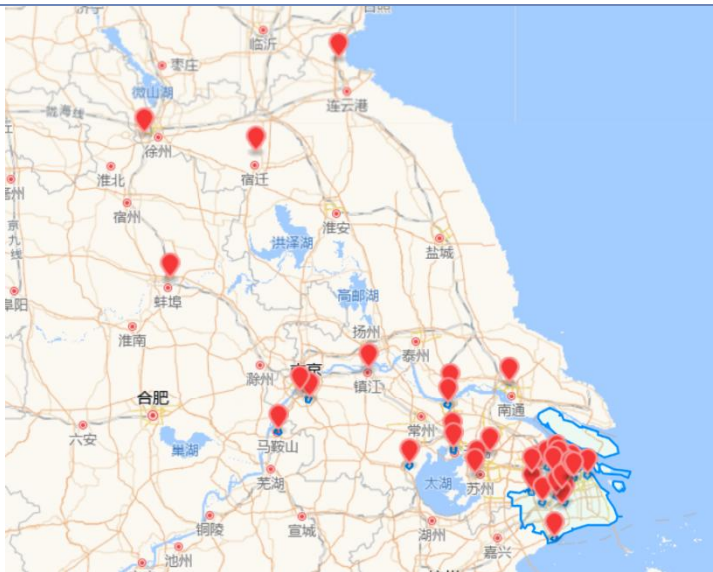
资料来源：京东奥莱公众号、中国银河证券研究院

综合来看，京东奥莱在知名度扩散和货源供应方面会有明显优势。借助京东平台导入线上流量提升知名度，再结合海澜之家货源优势稳定供应多样且充足的 brand 产品，满足消费者需求。合作中，京东发挥流量及品牌优势，公司结合渠道优势及零售运营管理经验，实现快速开店及标准化运营管理，形成优势资源互补。此外，与传统奥莱相比，京东奥莱主要选址在低线城市居民中心区，客源具有差异化。海澜之家和京东共同加盟奥莱业态，发挥各自线上线下优势，京东奥莱发展势能强劲。

（三）荟品仓：店仓一体会员制特卖，万款折扣商品打造全渠道购物场景

荟品仓成立于 2017 年，是国内较早实施仓储式特卖模式的企业，主要依托“店仓一体”的模式来重构“人、货、场”关系，搭建会员体系，商品主打性价比高、品类丰富，线上线下融合，打造全渠道购物场景。门店均汇聚了鞋服、家电、日用百货、化妆品、箱包以及轻奢品等上万余种商品，与国内外三千多家一线知名品牌合作，SKU 高达百万件，所有商品基本围绕在 1-3 折出售，为顾客带来“寻宝”式购物体验。通过与万达、保利、华润、绿地等地产集团深度合作，其门店已开设 40 余家，位于上海、江苏、安徽、辽宁等地，门店面积 2000-35000 平米不等，平均门店面积 11000 平米。通过门店运营经验的复制转化，荟品仓辐射地区不断扩展。

图45: 荟品仓主要门店分布



资料来源: 荟品仓官网信息整理、中国银河证券研究院

会员制稳定客户群体，建立用户信任。荟品仓普通会员采取注册制，注册后即可进店购物，付费会员年卡费用 199 元，线上线下载均可享受折上 9 折，全国门店通用。同时荟品仓致力于为会员打造舒适购物环境，店内无导购，顾客可自助购物，并在场地内配备独立的试衣间功能区、儿童乐园、咖啡简餐等设施来优化购物体验。此外荟品仓为会员提供专享礼品、会员积分体系。在完整的会员体系下，荟品仓可高效匹配用户需求，实现“货找人”。会员制的方式，为顾客创造一对一沟通平台，并与客户建立信任机制，解决消费者顾虑。

图46: 荟品仓上海崇明店



资料来源: 上观新闻、中国银河证券研究院

图47: 荟品仓门店



资料来源: 荟品仓官方公众号、中国银河证券研究院

“店仓一体”模式实现降本增效。“店仓一体”模式下商品存储与销售在同一位置，可以快速响应顾客需求，基于互联网和大数据等技术重构人、货、场，打通线上、线下，构筑全渠道闭环。仓储内包括电子分拣墙、WMS 系统、RFID 系统等自动化设备，自动分拣设备会根据客户订单情况在中心仓通过 RFID 系统进行分拣，配送至每个门店前仓。此外，荟品仓全部采用数字货架，通过各种显示屏，及时掌握货品的存放位置。同时采用极简工业风，降低装修成本，明确功能分区，方便消费者寻找商品。在直播电商的场景下，荟品仓打通仓库全渠道系统，共享库存信息，根据消费者下单地址定位最近的仓库发货，线上下单能够在 3-5 小时内，满足客户从下单到收货的全流程服务。店仓一体这种细分化的仓储模式设定为荟品仓的发展奠定了基础条件。

图48：荟品仓货架



资料来源：荟品仓官方公众号，中国银河证券研究院

荟品仓供应链管理体系高效，供货稳定。荟品仓通过品牌直供、产地直采、工厂优选 ODM 模式，缩减了中间流通环节差价，实现低价正品。配送体系上新频率对其供应链质量要求较高。一方面需要建设完善供应链体系建设，荟品仓采用自建运输团队，并配备一定的社会车辆，以备不时之需，其中，自有车队占比较高。自主研发软件系统，消除不同品牌条码逻辑差异影响，同时利用数据分析把控顾客需求，并预留少部分商品量确保对门店仓安全库存的管控。另一方面需要确保与供应商保持良好合作关系。荟品仓商品采取买断制，通过智能化供应链把控进销存实况，融合线上线下多渠道协同售卖，助力品牌清库存。同时不要求供应商分担广告支出、返利等传统零售中的常见补贴，降低供应商成本，稳定供销商关系。

模式成功复制，荟品仓进入快速增长阶段。荟品仓自 2024 年先后在上海、连云港、无锡、徐州等多地开设 15 家门店，2025 年起截至 3 月已开设 6 家门店。通过分析门店信息以及覆盖范围，可见其较清晰的发展趋势和地区差异。上海市作为荟品仓的起源地，门店分布密度较大，且新设门店选址相比起步阶段更靠近城市中心，同时面积整体呈扩大趋势。其次是目标群体范围的延伸，上海多家门店覆盖范围内包括大学，目标客群由中产阶级扩展至高校学生，满足其低价大牌的消费需求。

表14：荟品仓上海地区门店情况

地区	门店地址	开业时间	门店面积 (m²)	人均 GDP (元)	常住人口 (万人)
长宁区	长宁申亚仓 (上海市长宁区天山西路 18 号申亚珺悦 18 广场 B1-B2 层)	2024 年 12 月	10000	331453	69.49
虹口区	瑞虹仓 (上海市虹口区临平路 133 弄 14 号瑞虹新城二期商场 B1 层)	2024 年 9 月	2000	192531	68.75
金山区	金山仓 (上海市金山区卫清西路 858 号 (原卜蜂莲花) 二楼)	2020 年 6 月	10000	144507	82.27
徐汇区	中星城仓 (上海市徐汇区浦北路 9 号徐汇中星城 B1-B2 层)	2024 年 5 月	20000	258441	110.98
杨浦区	杨浦仓 (上海市杨浦区闸殷路 1555 号国华广场 B1 层)	2019 年 12 月	8000	184320	121.08

	杨浦渔人码头 (上海市杨浦区江浦路 88 号 1-3 层)	2024 年 9 月	10000	184320	121.08
青浦区	青浦仓 (上海市青浦区沪青平公路 5669 号金地格林郡)	2019 年 6 月	30000	113196	127.88
嘉定区	嘉定仓 (上海市嘉定区白银路 288 号保利悦活城 B1 层)	2018 年 1 月	18000	150295	188.61
	安亭仓 (上海市嘉定区安亭民丰路 568 号 1 层)	2018 年 10 月	15000	150295	188.61
	江桥仓 (上海市嘉定区曹安公路 1718 号盈嘉生活广场 B1 层)	2020 年 10 月	5000	150295	188.61
	南翔仓 (上海市嘉定区丰翔路 3168 号南翔太茂 2 层)	2024 年 1 月	10000	150295	189.34
松江区	松江东鼎仓 (上海市松江区新松江路 1255 弄东鼎购物中心 B1 层)	2024 年 6 月	10000	88596	197.35
	松江新桥仓 (上海市松江区莘松路 1266 号亚繁亚乐城 B1 层)	2024 年 9 月	12000	88596	197.35
宝山区	宝山仓 (上海市宝山区沪太路 4929 号 1 层)	2018 年 11 月	10000	79600	226.59
	大场超级仓 (上海市宝山区大场镇场中路 4098 号 25 号楼 B1 层)	2019 年 5 月	5000	79600	226.59
	美兰湖仓 (上海市宝山区美兰湖小镇罗芬路 989 弄 20-21 号)	2023 年 9 月	/	79600	226.59
闵行区	顾戴仓 (上海市闵行区顾戴路 108 号百安居 (闵行店) 2 层)	2020 年 9 月	5000	111076	271.66
	吴泾仓 (上海市闵行区莲花南路 3999 号满天星生活广场 3 层)	2021 年 4 月	5000	111076	271.66
	闵行凯德中心 (上海市闵行区沪闵路 6088 号凯德闵行商业中心 B1-B2)	2024 年 8 月	15000	111076	271.66
	闵行金悦乐坊 (上海市闵行区鹤庆路 900 号 1 号楼 2-3 层)	2025 年 1 月	12000	111076	271.66
浦东新区	曹路仓 (上海市浦东新区曹路镇海容路恒越荣欣广场 B1)	2019 年 10 月	10000	277296	578.2
普陀区	普陀文体仓 (上海市普陀区华池路 10 号普陀职工文体活动中心 B1-1 楼)	2025 年 3 月	10000	100401	124.29
崇明区	崇明万达仓 (上海市崇明区崇明大道 666 号万达广场 b 馆一层)	2025 年 3 月	4100	67097	59.74

资料来源：上海长宁区、杨浦区、松江区、青浦区、徐汇区、金山区、嘉定区、虹口区、宝山区、浦东新区、崇明区、闵行区、普陀区政府，上海市统计局，中国银河证券研究院（其中浦东新区、崇明区、普陀区常住人口及人均 GDP 统计数据为 2022 年，其余为 2023 年）

在其他门店所在地区，荟品仓门店辐射范围更广，选址相比上海市也更加靠近中心地带。尤其在江苏省部分地区的首家门店选址位于市中心位置，门店面积同样呈扩大趋势，倾向于打造城市奥莱，荟品仓 2025 年 1 月于苏州市的木渎仓开业，门店面积达 35000 平米，预计能够辐射苏州全市。

荟品仓在非上海地区具备首发经济特点，能够促进城市商业活力。荟品仓在这些地区的迅速扩展也证明了其运营模式的成熟性与可复制性。

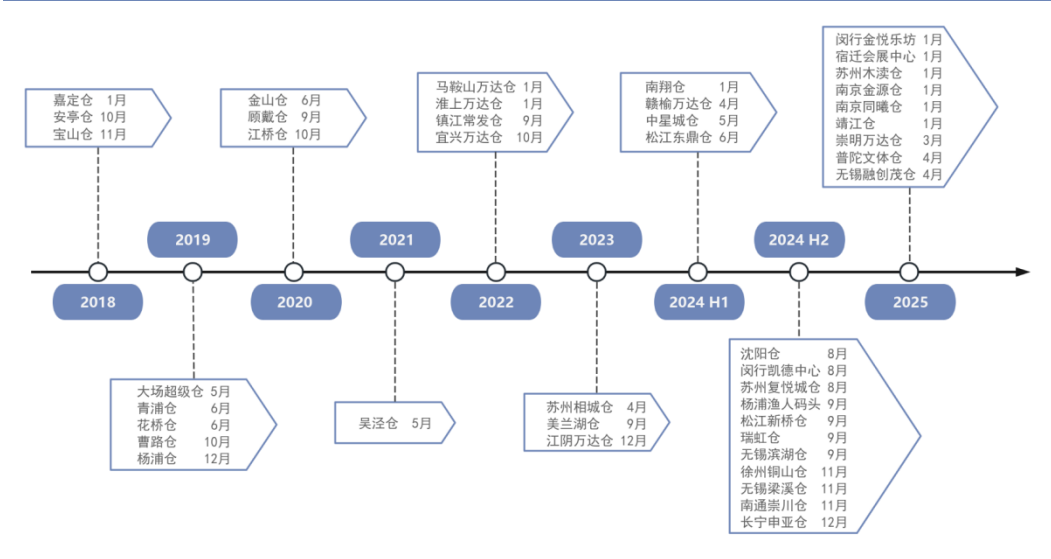
表15：荟品仓上海以外其他地区门店情况

省份	地区	地址	开业时间	门店面积 (m²)	人均 GDP (元)	常住人口 (万人)
安徽	蚌埠市	淮上万达仓 (安徽省蚌埠市淮上区淮上大道万达广场 B1 层)	2024 年 4 月	10000	70907	326.20
	马鞍山市	马鞍山万达仓 (安徽省马鞍山市雨山区太白大道 3200 号万达广场 2 楼 2F-02)	2022 年 1 月	2000	126806	220.10
江苏	泰州市	靖江仓 (江苏省泰州市靖江市人民北路 1 号德诚城市广场 7 号楼 B1-L3)	2025 年 1 月	25000	149383	450.70
	连云港市	赣榆万达仓 (江苏省连云港市赣榆区青口镇黄海路 12 号万达广场 1F)	2024 年 4 月	10000	94918	459.40
	南京市	南京金源仓 (江苏省南京市建邺区江东中路 341 号金源广场 B1 层)	2025 年 1 月	18000	193483	954.70
	南京市	南京同曦仓 (江苏省南京市江宁区胜太东路 8 号荟品仓城市奥莱广场 1-4 层)	2025 年 1 月	16000	193483	954.70
	南通市	南通崇川仓 (江苏省南通市崇川区工农北路 365 号 1 幢 2 层)	2024 年 11 月	20000	152508	774.90
	苏州市	花桥仓 (江苏省苏州市昆山市花桥香榭丽大道 718 号悦乎成长中心 4 层)	2019 年 6 月	5000	190605	1295.80
	苏州市	苏州相城仓 (江苏省苏州市相城区渭塘镇澄阳路 2888 号东方时代广场)	2023 年 4 月	20000	190605	1295.80
	苏州市	苏州复悦城仓 (江苏省苏州市姑苏区虎池路 1583 号复悦城 1-2 层)	2024 年 8 月	10000	190605	1295.80
	苏州市	苏州木渎仓 (江苏省苏州市吴中区金山南路 288 号 1-4F)	2025 年 1 月	35000	190605	1295.80
	宿迁市	宿迁会展中心 (江苏省宿迁市骆马湖国家级旅游度假区国际会展中心)	2025 年 1 月	20000	88379	497.75
	无锡市	宜兴万达仓 (江苏省无锡市宜兴市东虹东路 550 号万达广场负一楼 B1-B)	2022 年 10 月	13000	206278	749.50
	无锡市	江阴万达仓 (江苏省无锡市江阴市人民西路 317 号万达广场负一楼)	2023 年 12 月	15000	206278	749.50
	无锡市	无锡滨湖仓 (江苏省无锡市经开区贡湖大道与新园路交叉口西南侧德必新湾里 B1 层)	2024 年 9 月	15000	206278	749.50
	无锡市	无锡融创茂仓 (无锡市滨湖区融创文旅城 66 号无锡融创茂 B1-F1 层)	2025 年 4 月	16000	206278	749.50
	无锡市	无锡梁溪仓 (江苏省无锡市梁溪区青石路 518 号金太湖国际城 B1-L1 层)	2024 年 11 月	21000	206278	749.50
	徐州市	徐州铜山仓 (江苏省徐州市铜山区大学路 219 号壹方城购物中心 1-3F)	2024 年 11 月	20000	98683	902.00

	镇江市	镇江常发仓 (江苏省镇江市润州区黄山西路 29 号常发广场 7 号楼 F3-02)	2022 年 9 月	10000	163273	322.60
沈阳	沈阳市	沈阳仓 (辽宁省沈阳市大东区滂江街 24 号龙之梦时尚奥莱 B1)	2024 年 8 月	20000	88519	920.40

资料来源：iFinD、荟品仓官方公众号、蚌埠日报、南京发布、中国银河证券研究院（其中马鞍山市、蚌埠市常住人口及人均 GDP 和南京市人均 GDP 为 2024 年数据，其余为 2023 年数据）

图49：荟品仓开店时间轴



资料来源：荟品仓公司公告，中国银河证券研究院

（四）京东奥莱构建差异化竞争力，远期门店数目有望超 400 家

对京东奥莱而言，同为奥莱业态的荟品仓不乏借鉴之处。荟品仓的运营关键在于供应链整合能力、会员体系构建及场景化体验创新，而京东奥莱的优势在于京东的数字化能力与海澜之家的线下运营经验。未来，京东奥莱可以在品类扩展、会员精细化运营及场景交互设计上进一步优化，并结合京东的物流与数据优势，形成差异化竞争力，在下沉市场快速占领份额。

京东奥莱目前已开设 20 家门店，主要布局在山东、河南等省份的三至四线城市，门店选址多位于城市中心或繁华地段的购物中心内，如山东枣庄的中万购物中心、河南安阳的万意广场等。同时初步选择人口较为密集的城市进行开店，一定程度上为客流量提供保证。门店面积普遍较大，一般在 3000 m²以上，面积最大的门店为 10000 m²，大店模式容纳更多品牌和商品品类，满足消费者一站式购物的需求。

表16：京东奥莱门店情况

省份	地区	地址	开业时间	门店面积 (m²)	人均 GDP (元)	常住人口 (万人)
安徽	阜阳市	安徽省阜阳晶宫奥莱店	2025 年 1 月 23 日	/	44773	804.10
安徽	合肥市	安徽省合肥市庐阳区潍溪路 310 号祥源广场 B1 层京东奥莱	2025 年 3 月 22 日	4000	136063	1000.20
安徽	合肥市	安徽省合肥市包河区方兴社区百大心悦城 1F	2025 年 4 月 28 日	/	136063	1000.20
河北	廊坊市	河北省廊坊市广阳区裕华路 188 号万向城商场	2025 年 1 月 18 日	/	64626	547.80

河北	石家庄市	河北省石家庄市长安区北辰广场 B1 层	2025 年 1 月 18 日	/	63319	1123.35
河南	安阳市	河南省安阳市北关区彰德路万意广场京东奥莱	2025 年 1 月 1 日	/	46070	537.60
河南	南阳市	河南省南阳市文华南阳天地 B 座 1-2F	2025 年 1 月 22 日	10000	47846	949.70
河南	平顶山市	河南省平顶山名门天街	2025 年 1 月 18 日	/	55057	492.00
河南	郑州市	河南省郑州市高新技术开发区迎春街 53 号 12 号楼 1 层负 1	2025 年 4 月 28 日	/	105418	1300.80
江苏	无锡市	江苏省无锡市江阴市新桥镇飞马水城京东奥莱旗舰店	2024 年 9 月 25 日	5000	206278	749.50
江苏	徐州市	江苏省徐州市泉山区解放南路 26-8 号	2025 年 4 月 28 日	/	98683	902.00
山东	菏泽市	山东省菏泽市和谐广场 1F2F	2025 年 1 月 18 日	/	51557	863.55
山东	济宁市	山东省济宁市太白路银座商场	2025 年 1 月 15 日	/	66741	824.05
山东	临沂市	山东省临沂市兰山区和谐广场京东奥莱店	2025 年 1 月 18 日	10000	55661	1094.38
山东	枣庄市	山东省滕州市荆河中路 999 号中万购物中心 L2 层	2025 年 1 月 1 日	/	56463	380.98
山东	青岛市	山东省青岛市李沧区夏庄路 126 号	2025 年 4 月 28 日	/	152174	1044.25
山东	聊城市	山东省聊城市东昌府区柳园街道银座商场	2025 年 4 月 28 日	/	49760	580.34
山西	晋中市	山西省晋中市榆次区安宁街 290 号	2025 年 4 月 28 日	/	61760	337.65
广东	佛山市	广东省佛山市禅城区祖庙街道锦华路 81 号	2025 年 5 月 31 日	/	137750	969.89
浙江	绍兴市	浙江省绍兴市诸暨市高湖东路 69 号万达广场 2F 层	2025 年 5 月 31 日	/	154645	542.9

资料来源：iFinD、京东奥莱官方公众号、临沂和谐广场官方公众号、百大心悦城官方公众号、朗悦公园茂官方公众号、宛城区仲景街道办事处、中国银河证券研究院（其中阜阳市、合肥市、聊城市、青岛市、佛山市、绍兴市常住人口及阜阳市、合肥市、佛山市、绍兴市人均 GDP 为 2024 年数据，廊坊市和石家庄市人均 GDP 为 2022 年数据，其余为 2023 年数据）

京东奥莱商品主打性价比，目标市场聚焦低线城市。按照目前已开门店所在城市中，常住人口数量最低的城市为标准来看，初步假设一城一店，大约可在二、三、四线城市开设 120 家左右。京东奥莱安徽首家旗舰店入驻合肥百大心悦城，于郑州朗悦公园茂的门店也在筹备中，此举验证了其在新一线城市的开店能力，新一线城市普遍消费能力更强，初步假设其每城三店，可在新一线城市开设 45 家门店左右。综上根据其当前门店开设情况，合理预估第一阶段能够达到 165 家门店左右。

表17：城市分类汇总

分类	数量（个）	名称
一线	4	北京、上海、广州、深圳
新一线	15	成都、杭州、重庆、苏州、武汉、西安、南京、长沙、天津、郑州、东莞、无锡、宁波、青岛、合肥
二线	30	佛山、沈阳、昆明、济南、厦门、福州、温州、常州、大连、石家庄、南宁、哈尔滨、金华、南昌、长春、南通、泉州、贵阳、嘉兴、太原、惠州、徐州、绍兴、中山、台州、烟台、珠海、保定、潍坊、兰州
三线	70	乌鲁木齐、临沂、海口、湖州、扬州、盐城、洛阳、唐山、济宁、廊坊、泰州、赣州、呼和浩特、镇江、芜湖、汕头、邯郸、江门、淄博、银川、南阳、淮安、绵阳、连云港、阜阳、新乡、咸阳、三亚、威海、桂林、漳州等
四线	90	舟山、清远、衢州、驻马店、德阳、宜宾、龙岩、日照、黄石、鞍山、茂名、郴州、滨州、黄冈、西宁、秦皇岛、吉林、开封、宿州、泸州、湘潭、大庆、许昌、邵阳、亳州、孝感、晋中、平顶山、乐山、运城、榆林、曲靖等

五线	128	佳木斯、遂宁、延安、鹰潭、梧州、池州、昌吉、钦州、牡丹江、西双版纳、忻州、抚顺、萍乡、普洱、铜仁、张家界、漯河、安顺、保山、广安、阿克苏、天水、资阳、丽江、百色、贺州、吕梁、葫芦岛、云浮、贵港、辽阳等
----	-----	--

资料来源：新一线城市研究所、中国银河证券研究院

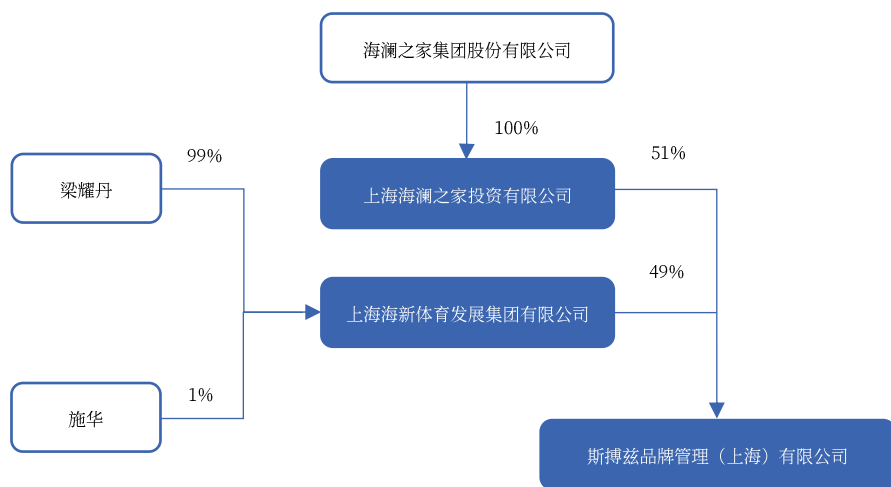
在此基础上可向上渗透一线城市，向下覆盖五线城市。同样属于折扣零售奥莱业态的荟品仓已
在上海已开设 23 家门店，由此可见一线城市消费者符合京东奥莱客户定位，假设京东奥莱一线城市
实现一城五店，共 20 家左右。同时京东奥莱锚定低价大牌消费群体，随着京东奥莱运营模式的不断
成熟，五线城市逐渐具备开店条件，假设一城一店则新增大约 128 家门店，第二阶段门店共计约 313
家。

此外新一线和二线城市人均 GDP 较高，商圈数量较多，预测仍有开店空间。在芜湖、宜宾等人
均 GDP 较高的三、四线城市也不止一家开店空间。因此我们认为京东奥莱中期合理的开店数量在
500 家左右。

五、携手阿迪布局 FCC 门店，加速体育市场开拓

收购斯搏兹，与阿迪达斯达成 FCC 项目合作。2023 年，海澜之家通过全资子公司上海海澜与海新体育共同出资成立了斯搏兹品牌管理(上海)有限公司,其中上海海澜出资 1.6 亿元,持股 40%。2024 年，上海海澜以 8800 万元购买海新体育 10%的股权，合计持有 51%股权，成为斯搏兹控股股东。斯搏兹核心业务为折扣零售，2023 年度营收 5.97 亿元，净利润 0.85 亿元，2024 年 5-12 月营收 9.93 亿元，净利润 0.67 亿元。通过收购斯搏兹，海澜之家与 Adidas 达成战略合作，共同打造 FCC (Future City Concept) 概念店。FCC 门店主要负责销售 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列等产品，同时针对国内市场低线城市推出性价比产品线。2024 年斯搏兹授权代理的阿迪达斯门店数量达 433 家。随着 FCC 的发展，有望为公司业绩带来明显增长。

图50: 斯搏兹股权结构图

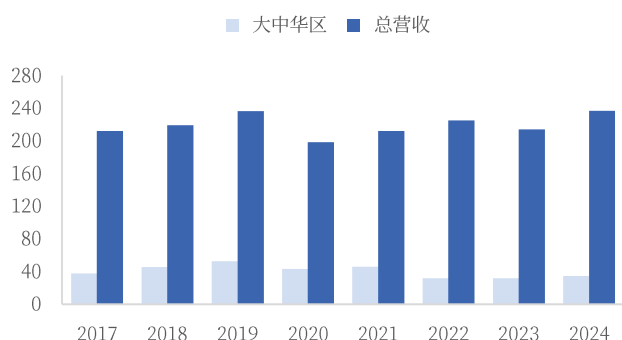


资料来源：爱企查，中国银河证券研究院

阿迪达斯业绩回暖，营收持续增长。阿迪达斯在国内体育用品市场一直占据领先地位，但自 2020 年以来受疫情、新疆棉危机、过度依赖 DTC 模式等影响，阿迪达斯库存上升、营收下滑，2023 年总营收下降至 214.27 亿欧元，大中华区营收大幅下滑至 31.9 亿欧元，总利润净亏 0.75 亿欧元。2023 年新 CEO 古尔登上台后，提出降库存、渠道下沉、发力营销等措施，阿迪达斯逐步复苏。同时阿迪达斯在 2024 年体育赛事大年，赞助更多奥运团队进一步提升运动领域形象，增强消费者忠诚度。2024 年阿迪达斯实现总营收 236.83 亿欧元，同比增长 10.53%，其中大中华地区的营收同比增长 10%至 34.6 亿欧元。凭借战略调整，阿迪达斯业绩不断提升。

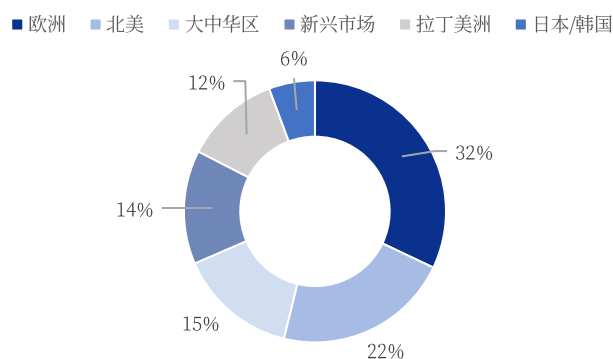
随着新任 CEO 古尔登上台，阿迪达斯在多方面进行调整。在产品上，与 Yeezy 系列解约后，阿迪达斯陆续推出 Original 系列，包括 Samba、Campus、Superstar 等款式，深受年轻消费者喜爱。在渠道上，阿迪达斯调整了 DTC 策略，更加注重与批发零售商加强联系，并且更加注重渠道下沉。针对大中华区，强调在三四线城市加大力度开拓销售渠道，打造与一二线城市协同互补店型。借助海澜之家在低线城市发展优势共同打造 FCC，将进一步提升阿迪达斯中国市场份额。

图51：2018-2024 财年营收及大中华区营收变化（单位：亿欧元）



资料来源：ifind，阿迪达斯公司公告，中国银河证券研究院
(备注：2018-2020 年大中华区营收为估算值)

图52：2024 年阿迪达斯全球分地区营收占比

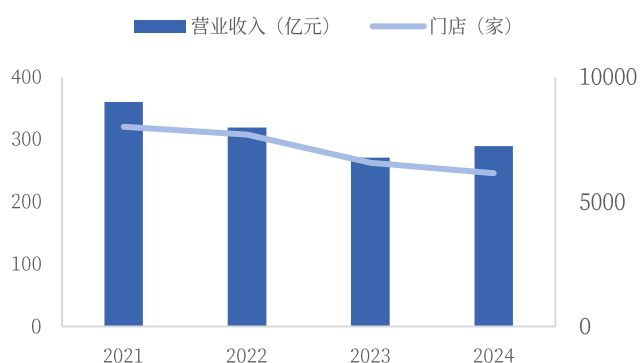


资料来源：阿迪达斯公司公告，中国银河证券研究院

我们通过分析体育品牌代理商以及低线市场体育用品消费潜力展望海澜之家 FCC 业务未来的发展前景。

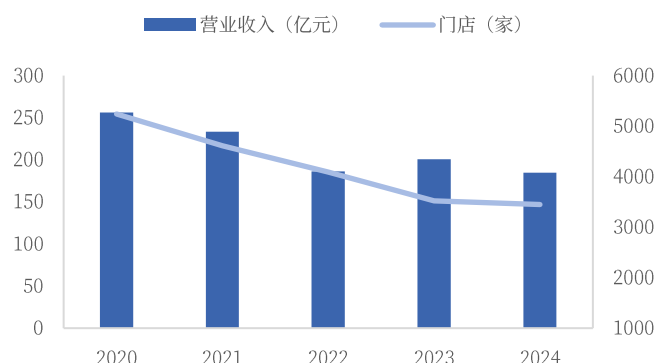
耐克和阿迪达斯在国内的最主要两大代理商分别是滔搏和宝胜国际。两者最新财年的营业收入分别为 270.13 亿元和 184.53 亿元。滔搏 2024 年来自于耐克和阿迪达斯（以下简称主力品牌）的收入为 248.34 亿元，占总收入比重 85.8%。2021-2023 年主力品牌收入从 275.69 亿元下降至 248.34 亿元，主要是公司为应对客流下滑和清库存而加深了折扣率，同时提升批发渠道占比。滔搏除了代理耐克和阿迪达斯，旗下还代理彪马、匡威、The North Face 等品牌。从 2021 年-2024 年滔搏全国门店数量从 8006 家下降至 2023/24 财年 6144 家，单店面积同比增速近三年分别为 9.6%/9.2%/6.0%，渠道数量有所缩减，单店面积不断提升。

图53：2021-2024 年滔搏营业收入与门店数



资料来源：ifind，滔搏公司公告，中国银河证券研究院

图54：2020-2024 年宝胜国际营业收入与门店数



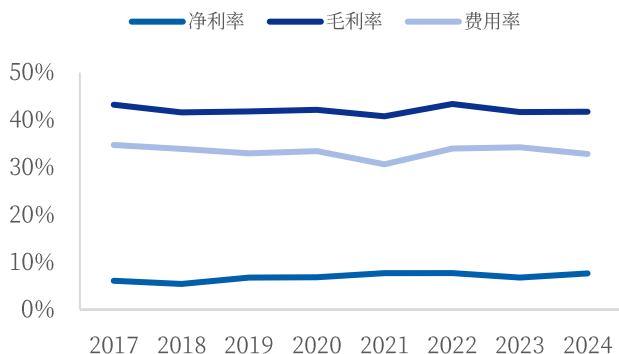
资料来源：ifind，宝胜国际公司公告，中国银河证券研究院

宝胜国际 2020-2024 年营收总体下降 27.94%，期间阿迪达斯受到新疆棉、中国大陆多地店铺客流量疲弱和国产品牌起势，品牌力有所下降，导致宝胜国际的营收增长出现压力。2024 年宝胜国际在全国拥有 3448 家门店，根据 2024 年年报我们估算宝胜国际单店收入为 385.35 万元。

从成本端看，滔搏和宝胜国际采用最新年报的毛利率分别为 41.75%和 34.19%，滔搏高于宝胜

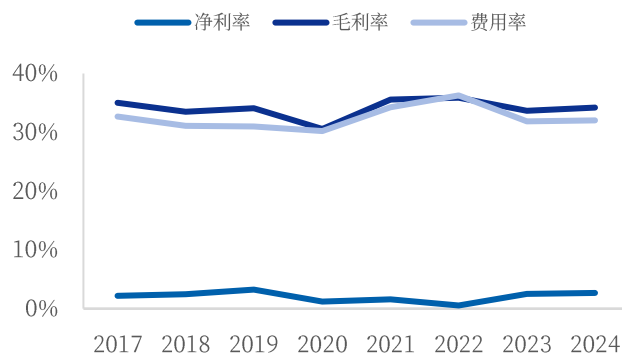
国际，主要由于滔搏渠道结构差异，门店、产品更加聚焦于高线商圈，价格水平更高。费用端看，滔搏和宝胜国际销售费用率分别为 28.88%和 27.83%，管理费用率为 3.86%和 4.07%，两者在费用投入水平上保持一致。综合来看，滔搏和宝胜国际净利率分别为 7.64%和 2.70%，净利率的差距主要来自毛利率差异。因此，我们综合判断出体育服饰代理商直营门店体系净利率合理水平在 5%-10%之间。

图55: 2017-2024 年滔搏盈利情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

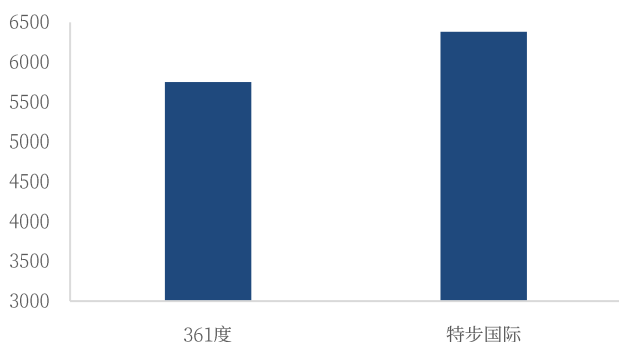
图56: 2017-2024 年宝胜国际盈利情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

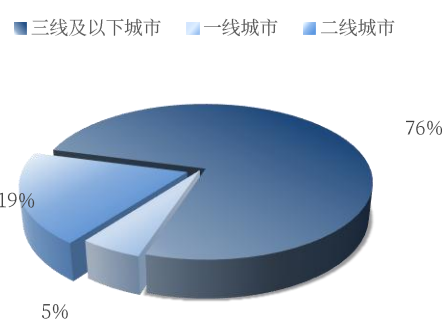
针对于低线市场，我们参考国内主要低线市场品牌 361 度和特步国际。2024 年 361 度和特步国际分别实现营业收入 100.74 亿元和 135.77 亿元。2024 年 361 度店铺数量为 5750 家，其中三线城市及以下门店数量占比为 75.9%，共计 4364 家。361 度成人中国内地门店单店收入为 230.5 万元，为阿迪达斯 FCC 项目店效和店铺数量提供对标参考。

图57: 361 度、特步国际及 FCC 门店数（家）



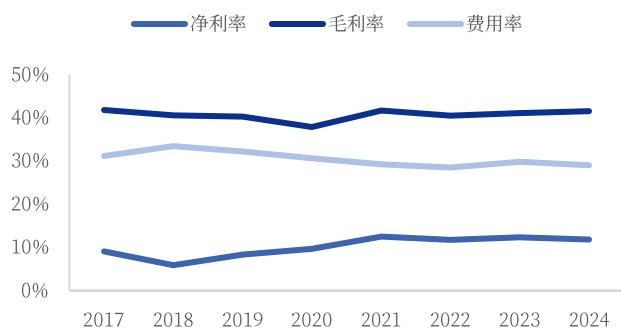
资料来源: 361 度、特步国际公司公告, 中国银河证券研究院

图58: 361 度各线城市门店分布



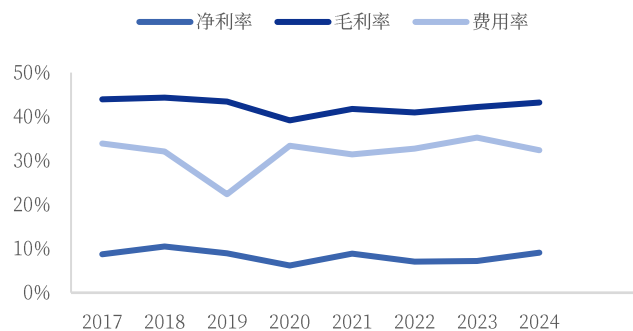
资料来源: 361 度公司公告, 中国银河证券研究院

图59：2017-2024 年 361 度盈利情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图60：2017-2024 年特步国际盈利情况



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司主营品牌包括海澜之家系列、海澜团购定制系列和其他品牌。2024 年主品牌海澜之家营收占比为 75.74%，仍是公司最主要的营收来源。随着京东奥莱门店加速布局，有望成为新的业绩增长点。预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 222.53 /241.03/260.86 亿元，增速分别为 +6.19%/+8.32%/+8.23%。以下为公司主营业务具体拆分与盈利预测：

1.海澜之家系列

海澜之家系列作为公司最主要营收来源，经过多年的市场深耕在男装行业市占率常年保持第一，具有较强的品牌影响力和坚实的用户基础，虽受终端消费需求弱复苏影响 2024 年营收略有下滑，但随着直营门店的扩张提速、电商业务的加码和海外市场的发展，我们认为主品牌作为男装行业龙头仍具有较强的韧性，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 157.32/166.91/177.16 亿元，增速分别为 3.03%/6.09%/6.14%。

2.海澜团购定制系列

作为中国服装团购业务领跑者，海澜团购始于上世纪 90 年代，专注于团购业务二十余年，是中国职业装领域的领军企业。近年来海澜团购定制系列业务业绩承压，增速放缓明显，但随着公司拓展职业装品类，推出更多细分场景新品，发力工装与校服业务，业绩有望企稳，预计 2025/26/27 年营业收入分别为 24.46/26.42/28.00 亿元，增速分别为 10%/8%/6%。

3.其他品牌

公司其他品牌包括女装 OVV、英式婴童、阿迪达斯 FCC、京东奥莱等。2024 年其他品牌营业收入为 26.68 亿元，同比增长 32.38%，营收增长主要来自斯博兹的并表贡献。随着京东奥莱的门店扩张和店效提升，有望释放增长潜力开启公司第二增长曲线。预计 2025/26/27 年营业收入分别为 32.64/39.44/47.27 亿元，增速分别为 22.33%/20.83%/19.85%。

表18：公司收入拆分表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	21527.55	20956.52	22252.77	24103.16	26085.88
YOY	15.98%	-2.65%	6.19%	8.32%	8.23%
海澜之家系列	16457.84	15270.08	15732.29	16690.69	17715.62
YOY	19.66%	-7.22%	3.03%	6.09%	6.14%
海澜团购定制系列	2280.70	2223.55	2445.90	2641.57	2800.07
YOY	1.48%	-2.51%	10.00%	8.00%	6.00%
其他品牌	2015.81	2668.47	3264.28	3944.38	4727.15
YOY	5.85%	32.38%	22.33%	20.83%	19.85%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：随着公司直营门店的扩张和折扣率的有效控制，公司毛利率由 2022 年的 42.89% 提升至 2024 年的 44.52%，未来伴随公司持续优化渠道结构，丰富产品品类，毛利率仍有改善空间。预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 44.69%/44.99%/45.13%。

费用率：公司财务费用率和管理费用率近年来呈现改善趋势，销售费用率由于直营门店的扩张带来销售费用投入力度加大有所增长。我们预计 2025-2027 公司销售费用率为 23%/23%/22.5%，管理费用率为 4.8%。

综合以上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 24.36/26.65/30.01 亿元，同比增长 12.86%/9.39%/12.63%，EPS 分别为 0.51/0.55/0.62 元。

（二）相对估值

选取森马服饰、比音勒芬、太平鸟、九牧王等业务相近标的进行比较。采用 2025 年 6 月 5 日收盘价，2025/26/27 年 EPS 分别为 0.51/0.55/0.62 元，PE 估值分别为 14.75/13.48/11.97 倍，未来估值低于可比公司平均。考虑到公司主品牌海澜之家稳步发展，京东奥莱新业态业务打开业绩增量空间，高分红属性持续回报股东，给予推荐评级。

表19：可比公司对应估值数据（截止 2025 年 6 月 5 日）

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（x）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600398.SH	海澜之家	7.48	0.51	0.55	0.62	14.75	13.48	11.97
002563.SZ	森马服饰*	5.31	0.46	0.51	0.56	11.63	10.49	9.48
002832.SZ	比音勒芬*	16.61	1.35	1.53	1.72	12.33	10.84	9.65
603877.SH	太平鸟*	14.95	0.82	0.99	1.14	18.29	15.12	13.08
601566.SH	九牧王*	9.36	0.43	0.50	0.58	21.98	18.59	16.20
均值						15.80	13.70	12.08

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期）

（三）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2025-2028 年）、过渡期（2029-2035 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 6 月 5 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 11.73%、永续增长率（g）为 1.5% 时，公司合理每股价值为 9.21 元，对应总市值 444.84 亿元。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 8.77-9.73 元。

表20：FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.70%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	9.7%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	1.28	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	11.73%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	5.5%	假设过渡期公司年均复合增长率 8%
永续增长率 g	1.5%	假设公司永续增长率 2%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表21: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	13.23%	12.73%	12.23%	11.73%	11.23%	10.73%	10.23%
0.5%	8.10	8.38	8.69	9.03	9.40	9.80	10.25
1.0%	8.16	8.45	8.77	9.11	9.50	9.92	10.39
1.5%	8.21	8.52	8.85	9.21	9.61	10.05	10.55
2.0%	8.28	8.59	8.93	9.31	9.73	10.20	10.73
2.5%	8.35	8.67	9.03	9.43	9.87	10.37	10.93
3.0%	8.43	8.77	9.14	9.56	10.03	10.55	11.16

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

七、风险提示

1、消费复苏弱于预期风险：若未来国内经济增长承压，消费意愿与消费能力复苏受阻，服装消费作为可选消费将受到更为明显的影响。消费者预期收入下降，将有可能降低服饰消费的频次，制约服装市场的需求，进而影响公司的业绩。

2、京东奥莱线下门店扩张不及预期风险：近年来，公司积极推进多元化战略布局，推出“京东奥莱”新业态，新业务尚处于扩张期，需要持续的资金投入并保持开店节奏，新业务运营能否成功具有不确定性。

3、存货管理及跌价风险：由于公司运营模式的特点，存货包含公司总部仓库的备货以及门店尚未实现销售的货品，同时主品牌海澜之家的产品主要销售两季，导致公司的存货规模较大；另外，公司授权代理的运动品牌及京东奥莱业务也会增加产品的备货，相应货品管理成本增加。存货中不可退货的货品，如果市场环境发生变化或竞争加剧，可能引发变现出现困难或跌价的风险。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司 2024 年分品牌收入占比	8
图 3: 公司 2024 年分渠道品牌收入占比	8
图 4: 公司股权结构.....	8
图 5: 公司 2015-2025Q1 营业收入及 YOY (单位: 亿元)	10
图 6: 公司 2015-2025Q1 归母净利润及 YOY (单位: 亿元)	10
图 7: 公司 2017-2024 年费用率变化情况	11
图 8: 公司 2017-2024 年存货周转天数及应收账款周转天数 (天)	11
图 9: 公司主品牌 2018-2024 年直营、加盟店数量 (单位: 个)	14
图 10: 2018-2024 年公司分渠道营业收入变化 (单位: 亿元)	14
图 11: 公司 2018-2024 年线上收入及同比增速.....	14
图 12: 2018-2024 年公司线上收入占比变化	14
图 13: 公司海外收入变化情况.....	16
图 14: 公司海外收入占比变化情况.....	16
图 15: 海澜之家在马尔代夫的门店.....	16
图 16: 海澜之家在泰国的门店.....	16
图 17: Costco 历年营业收入及增速 (单位: 亿美元)	18
图 18: Costco 历年净利润及增速 (单位: 亿美元)	18
图 19: TJX 历年营业收入及增速 (单位: 亿美元)	18
图 20: TJX 历年归母净利润及增速 (单位: 亿美元)	18
图 21: PPIH 历年营业收入及增速 (单位: 亿日元)	19
图 22: PPIH 历年归母净利润及增速 (单位: 亿日元)	19
图 23: 美国 1960 年代以来经济、社会历史变迁	20
图 24: 美国 1970 年代非大都市区人口比例变化	21
图 25: 美国 1960-1990 年女性就业率	21
图 26: 日本 1970 年代起至今人均 GDP 增速、人口年增长率及失业率	21
图 27: 日本 1970 年代起至今每名妇女生育数及 65 岁以上人口占比.....	21
图 28: Costco、TJX、唐吉诃德商业模式	22
图 29: Costco 门店.....	24
图 30: 唐吉诃德门店	24
图 31: 唯品会商业模式图.....	24
图 32: 唯品会 2015 年-2024 年净收入总额及增速 (单位: 亿元)	25
图 33: 唯品会 2015 年-2024 年净利率及毛利率变化.....	25

图 34: 拼多多商业模式图	26
图 35: 拼多多 2019 年-2024 年净收入总额及增速 (单位: 亿元)	27
图 36: 拼多多 2016 年-2024 年净利率及毛利率变化	27
图 37: 拼多多拼团模式效应	27
图 38: 2013-2024 年全国线下奥莱门店总数量变化 (家)	29
图 39: 2013-2024 年新增奥莱项目城市分布情况 (家)	29
图 40: 2024 年限额以上单位零售分业态增长率	30
图 41: 2020-2024 年王府井奥莱营收变化及毛利率	30
图 42: 2020-2024 年王府井奥莱平均店效 (亿元)	30
图 43: 京东奥莱无锡江阴飞马水城店	31
图 44: 京东奥莱部分入驻品牌	32
图 45: 荟品仓主要门店分布	33
图 46: 荟品仓上海崇明店	33
图 47: 荟品仓门店	33
图 48: 荟品仓货架	34
图 49: 荟品仓开店时间轴	37
图 50: 斯搏兹股权结构图	40
图 51: 2018-2024 财年营收及大中华区营收变化 (单位: 亿欧元)	41
图 52: 2024 年阿迪达斯全球分地区营收占比	41
图 53: 2021-2024 年滔博营业收入与门店数	41
图 54: 2020-2024 年宝胜国际营业收入与门店数	41
图 55: 2017-2024 年滔博盈利情况	42
图 56: 2017-2024 年宝胜国际盈利情况	42
图 57: 361 度、特步国际及 FCC 门店数 (家)	42
图 58: 361 度各线城市门店分布	42
图 59: 2017-2024 年 361 度盈利情况	43
图 60: 2017-2024 年特步国际盈利情况	43
表 1: 公司品牌及业务情况	6
表 2: 公司核心管理层概况	9
表 3: 公司 2014 年以来分年度分红率	9
表 4: 公司分品牌收入变化	10
表 5: 公司分渠道、分品牌毛利率及整体销售毛利率	11
表 6: 2015-2024 年男装行业集中度快速提升 (%)	12
表 7: 2015-2024 年男装行业市场规模 (单位: 亿元)	12
表 8: 男性与女性在服装选择上呈现差异化特征	13

表 9： 2015-2024 年海澜之家品牌市场占有率情况..... 13

表 10： 公司聚焦年轻消费者推出的系列产品 15

表 11： Costco、TJX 及唐吉诃德公司简介..... 17

表 12： Costco、TJX 及唐吉诃德运营数据（以公司披露最新财年数据为准） 23

表 13： 唯品会 2015 年-2024 年活跃客户订单数量详情..... 25

表 14： 荟品仓上海地区门店情况..... 34

表 15： 荟品仓上海以外其他地区门店情况 36

表 16： 京东奥莱门店情况..... 37

表 17： 城市分类汇总 38

表 18： 公司收入拆分表（单位：百万元） 44

表 19： 可比公司对应估值数据（截止 2025 年 6 月 5 日） 45

表 20： FCFE 估值参数假设及说明..... 45

表 21： FCFE 估值敏感性分析 46

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22453.17	23590.27	25888.17	27281.63
现金	6793.79	7581.24	8496.06	8858.49
应收账款	1225.32	1247.22	1430.91	1467.52
其它应收款	538.43	512.40	625.80	606.03
预付账款	237.57	257.78	275.94	300.14
存货	11986.96	11943.13	13103.76	13930.71
其他	1671.10	2048.49	1955.69	2118.74
非流动资产	10977.85	10768.70	10640.80	10479.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2892.06	2666.21	2438.23	2208.09
无形资产	647.69	618.75	606.11	609.02
其他	7438.10	7483.74	7596.47	7661.92
资产总计	33431.02	34358.97	36528.97	37760.66
流动负债	15256.00	15764.78	17507.21	18241.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	10017.40	9866.17	11557.46	11566.23
其他	5238.61	5898.60	5949.75	6675.31
非流动负债	888.10	907.54	897.82	902.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	888.10	907.54	897.82	902.68
负债合计	16144.10	16672.31	18405.03	19144.22
少数股东权益	275.66	309.98	347.53	389.81
归属母公司股东权益	17011.26	17376.68	17776.42	18226.63
负债和股东权益	33431.02	34358.97	36528.97	37760.66

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2317.02	3478.60	4007.57	3761.23
净利润	2189.01	2470.48	2702.48	3043.71
折旧摊销	969.74	1131.78	1257.66	1311.56
财务费用	-174.91	-174.91	-174.91	-174.91
投资损失	-124.06	-124.06	-124.06	-124.06
营运资金变动	2391.25	-470.82	-220.27	210.38
其它	-2934.01	646.15	566.66	-505.44
投资活动现金流	-2496.44	-795.33	-1002.47	-1022.49
资本支出	487.76	876.83	1083.95	1103.95
长期投资	453.83	22.93	22.93	22.93
其他	-3438.03	-1695.10	-2109.34	-2149.37
筹资活动现金流	-4847.25	-1895.82	-2090.29	-2376.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4847.25	-1895.82	-2090.29	-2376.30
现金净增加额	-5107.36	787.45	914.81	362.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20956.52	22252.77	24103.16	26085.88
营业成本	11627.60	12306.90	13260.12	14312.37
营业税金及附加	116.15	123.34	133.60	144.59
销售费用	4841.33	5118.14	5543.73	5869.32
管理费用	1035.68	1068.13	1156.95	1252.12
财务费用	-174.91	-174.91	-174.91	-174.91
资产减值损失	-568.63	-491.00	-538.71	-572.71
公允价值变动收益	34.11	34.11	34.11	34.11
投资净收益	124.06	124.06	124.06	124.06
营业利润	2780.42	3138.81	3434.23	3868.70
营业外收入	18.78	18.78	18.78	18.78
营业外支出	11.94	11.94	11.94	11.94
利润总额	2787.27	3145.65	3441.07	3875.54
所得税	598.25	675.18	738.58	831.84
净利润	2189.01	2470.48	2702.48	3043.71
少数股东损益	30.41	34.32	37.54	42.28
归属母公司净利润	2158.60	2436.16	2664.94	3001.42
EBITDA	3410.74	3931.16	4352.47	4840.84
EPS（元）	0.45	0.51	0.55	0.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-2.65%	6.19%	8.32%	8.23%
营业利润	-22.99%	12.89%	9.41%	12.65%
归属母公司净利润	-26.88%	12.86%	9.39%	12.63%
毛利率	44.52%	44.69%	44.99%	45.13%
净利率	10.30%	10.95%	11.06%	11.51%
ROE	12.69%	14.02%	14.99%	16.47%
ROIC	23.64%	29.59%	34.33%	38.88%
资产负债率	48.29%	48.52%	50.38%	50.70%
净负债比率	-29.67%	-33.45%	-37.69%	-38.64%
流动比率	1.47	1.50	1.48	1.50
速动比率	0.69	0.74	0.73	0.73
总资产周转率	0.62	0.66	0.68	0.70
应收账款周转率	18.79	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	2.23	2.24	2.25	2.26
每股收益	0.45	0.51	0.55	0.62
每股经营现金流	0.48	0.72	0.83	0.78
每股净资产	3.54	3.62	3.70	3.80
P/E	16.64	14.75	13.48	11.97
P/B	2.11	2.07	2.02	1.97
EV/EBITDA	7.87	6.53	5.72	5.05
PS	1.71	1.61	1.49	1.38

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn